

Financiamiento de Pymes a través del Segundo Mercado de valores en Colombia.

Una Tesis Presentada Para Obtener El Título De
Profesional en Finanzas y Comercio Internacional, Bogotá

Andrea Buitrago & Laura Ceballos.
08 agosto de 2016.

Dedicatoria

A Dios por guiarnos y darnos el impulso de culminar con éxito esta profesión y a nuestros padres que fueron el motor de cada día en este proceso académico, por sus sabios consejos y brindarnos su apoyo incondicional.

Agradecimientos

A la Universidad de la Salle, por abrirnos las puertas al conocimiento y al mundo profesional. A los docentes que nos acompañaron en este largo camino, brindándonos un crecimiento intelectual y personal, y de manera especial a nuestro director de tesis, Gustavo Adolfo Patiño, por sus valiosos aportes para el desarrollo de esta investigación; a Juan Sebastián Castro, profesional en emisión de valores y Angélica González, vicepresidenta de Acopi, por hacer posible el avance de la investigación a través de sus aportes y conocimientos. Y a todos los que hicieron posible la culminación de esta monografía.

RESUMEN

El presente trabajo de investigación trata de evaluar la situación actual del Segundo Mercado de Valores como medio alternativo de financiamiento para las Pymes, ya que a pesar de consolidarse como una técnica financiera eficaz para generar liquidez e inversión, las Pymes continúan acudiendo a los instrumentos financieros tradicionales. Bajo este escenario, se pretende abarcar las razones por las cuales las empresas no acceden a este Segundo Mercado, y por qué este no ha tenido el desarrollo esperado en este sector empresarial. Así mismo, se hará un recuento por las experiencias internacionales exitosas de planeación e implementación de mercados alternos, permitiendo identificar las posibles falencias u obstáculos de este mercado en el contexto colombiano.

Es así como a través del desarrollo de esta investigación se busca acercar el empresario al mercado accionario, como una fuente alterna de financiación-inversión, que no se constituya como un ente aislado sino que por el contrario al ser parte del motor de la economía colombiana tenga conocimiento y herramientas necesarias para hacer uso de este Segundo Mercado de Valores que sin duda le brindará mayor rentabilidad y estabilidad a la empresa. Así como se realiza un llamado a entidades del sector público y privado para el mejoramiento de instrumentos que se le brindan al empresario y que le permitan familiarizarse y crear confianza hacia este mercado accionario.

Por último, se describirán las ventajas en la profundización del Segundo Mercado y la necesidad de generar impulso y una participación más activa por parte de entes vinculados. Así como la creación de incentivos y mejoras en la divulgación de información y promoción, ya que la mayoría de los empresarios colombianos desconocen la totalidad de las normas que rigen el mercado accionario, contando con una imagen errada del funcionamiento del mercado público de valores, temiendo perder el control de la empresa.

ABSTRACT

The present research tries to evaluate the current situation of the Second Market as alternative way of financing for the SMEs, although is consolidated as a financial effective technique to generate liquidity and investment, the SMEs continue coming to the financial traditional instruments. Therefore, the research tries to include the reasons for which the companies do not accede to this Second Market, and why this one has not had the development waited in this managerial sector. Likewise, it will described the international successful experiences of planning and implementation of the second markets, allowing identifying the possible failings or obstacles of this market in the Colombian context.

So, through the development of this investigation it seeks closer the businessman to the stock market, as an alternative source of financing, which is not constituted as an isolated entity but on the contrary the companies to be considered part of the engine of the Colombian economy it must have knowledge and necessary tools to use this Second Market that undoubtedly will offer to them major profitability and stability. As well as there is realized called entities of the sector public and private for the improvement of instruments to the businessman that allows them to acquaint and to create confidence towards this stock market.

Finally, the advantages will be described in the development of the Second Market and the need to generate impulse and a more active participation on the part of linked entities. As well as the creation of incentives and improvements in the information disclosure, since the majority of the Colombian businessmen do not know the totality of the procedure that govern the stock market, maintaining a mistaken image of the functioning of the public market of values, being afraid to lose the control of the company.

Tabla de Contenidos

Introducción.....	1
Capítulo 1 Marco Referencial.....	4
1.1 Marco Teórico	4
1.1.1 El teorema de Modigliani-Miller	4
1.1.2 Teoría del Equilibrio Estático (Trade-off Theory).....	6
1.1.3 Teoría de la Jerarquía financiera (Pecking Order Theory).....	8
1.2 Marco Conceptual.....	9
1.3 Marco Legal	12
Capítulo 2 Metodología	16
2.1 Metodología Cualitativa	16
2.2 Métodos.....	18
2.2.1 Estudio de caso.....	18
2.2.2 Triangulación.....	20
2.3 Técnicas.....	21
2.3.1 Revisión Bibliográfica.....	21
2.3.2 Observación.....	22
2.3.3 Entrevistas.....	22
Capítulo 3 Resultados.	
3.1 Evidencia estudio de caso Bancamía.....	23
3.2 Implicaciones y causas del limitado uso de las pymes al segundo mercado de valores en Colombia.....	30
3.3 La experiencia internacional y los obstáculos que refleja el segundo mercado en el contexto colombiano.....	34
3.4 Ventajas en el impulso del segundo mercado en Colombia.....	45
Conclusiones.....	49
Referencias Bibliográficas.....	51
Anexos.....	54

INTRODUCCIÓN

El sector financiero es de gran importancia en economías de desarrollo, debido a que un sistema financiero sólido y confiable ayuda al crecimiento económico induciendo un aumento en el ahorro, lo cual se traduce en principio en una mayor formación de capital y por ende en un mayor crecimiento económico (Lewis, 1954). Adicionalmente es importante resaltar que el sector financiero reduce los costos de transacción de la economía y a través de las diferentes tasas de interés le asignan un precio al riesgo (King y Levine, 1993). Partiendo de lo anterior se hace fundamental precisar cuál es la situación de dicho sector a nivel colombiano.

El sistema financiero, en Colombia ha mostrado una expansión desde comienzos de la primera década del siglo XXI hasta la actualidad. En noviembre de 2015 los activos del sistema financiero colombiano alcanzaron un valor de \$1,218 billones, tras registrar un crecimiento real anual de 5.2% (Superfinanciera, 2015) aportando al crecimiento y dinámica económica de diferentes agentes, en su mayoría de las grandes empresas. Los establecimientos financieros, contribuyen un 19,8% al PIB nacional (DANE, 2015) consolidándose así como uno de los sectores más sólidos e importantes de la economía colombiana, demostrando un amplio incremento en temas de utilidades.

Sin embargo, es común encontrar en la literatura académica y en los medios de comunicación críticas sobre las excesivas utilidades de la banca y la manera como las entidades de este sector abusa de los consumidores de sus servicios. Esto comprende reclamos sobre los altos márgenes de intermediación, elevadas comisiones por el uso de los servicios bancarios, la menor calidad en el servicio que se le presta al cliente; por ejemplo el tiempo de espera en las filas y los horarios de atención, la falta de acceso universal al crédito que ofrecen diversas instituciones (Fandiño, 2007).

Dadas las anteriores falencias se hace preciso indagar acerca de otros mecanismos de financiación; el mercado de valores en Colombia es una entidad financiera privada, vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia y adscrita al Ministerio de

Hacienda y Crédito Público que actúa como intermediario entre demandantes y oferentes de activos tanto de renta variable como de renta fija. Su principal función es canalizar los recursos del público hacia las empresas colombianas que requieren capital (Investor Relation Colombia, 2011). Sin embargo la canalización de dichos recursos se encuentra enfocada a grandes empresas por los requisitos de capitalización y de gobierno corporativo que se exigen; por lo que las pymes colombianas se encuentran relegadas a la obtención de capital por dicho medio.

Partiendo de esta falencia el gobierno nacional introdujo el esquema del segundo mercado con el objetivo de facilitar el acceso al mercado de valores para un número más amplio y diversificado de emisores, este esquema se encuentra regulado bajo el decreto 1019 de 2014, sin embargo los potenciales emisores (pequeñas y medianas empresas) no han usado este mecanismo como medio de acceso al mercado de valores por lo que se hace pertinente evaluar el funcionamiento de dicho sistema y las razones por las cuales las Pymes no acceden a este mercado como medio de obtención de capital.

Para lo anterior es preciso evaluar la situación actual de las Pymes colombianas, con el fin de analizar por qué estas no acceden al segundo mercado como estrategia de financiamiento. Las pymes representan en la economía moderna una fuerte incidencia ya que conforman una base fundamental del tejido social, debido a que generan el 67,2% del empleo formal y realizan un aporte al PIB nacional de 38.7% (DANE, 2014) Según datos suministrados por Confecámaras, en el año 2014 se crearon 275.000 empresas, el número de las que tuvieron que cerrar operaciones llegó a 89.000; es decir, una tercera parte del total de sociedades tuvieron que cerrar. Julián Domínguez, presidente de Confecámaras, asegura: “en promedio, a los tres años de creadas, un porcentaje importante de las empresas colombianas atraviesa lo que se ha denominado el ‘valle de la muerte’, que es cuando se agotan los recursos de capital o de crédito que le dan el impulso inicial a los emprendimientos”.

Con lo anterior mencionado es importante a su vez destacar que la presente investigación identifica las implicaciones, obstáculos y ventajas que presentan las Pymes al adoptar el segundo mercado de valores como mecanismo de financiación, esto con el fin de evaluar el alcance social, la estabilidad empresarial y la proyección que tienen las Pymes colombianas en el mediano y largo plazo desde un punto de vista financiero. Para así finalmente desarrollar la investigación bajo el siguiente cuestionamiento: ¿Cuáles son las implicaciones, obstáculos y ventajas que poseen las pymes colombianas al incorporarse al segundo mercado de valores como estrategia de financiamiento?

La presente monografía se encuentra estructurada en tres capítulos. El primer capítulo desarrolla el marco referencial, que estará delimitado bajo tres marcos; marco teórico, marco conceptual y marco legal, esto con el fin de reafirmar y soportar la tesis central de investigación. El segundo capítulo describe la metodología usada para la investigación del tema principal, esta se categoriza desde un enfoque cualitativo de carácter exploratorio. El tercer capítulo recopila los resultados, en donde el primer resultado se abarco desde el estudio de caso realizado a Bancamia esto con el fin de obtener una perspectiva real y darle un ámbito de justificación a los resultados obtenidos, los cuales se estructuraron desde el objetivo general de la presente investigación. Finalmente se presentan las conclusiones suscritas bajo un análisis personal crítico tomando como base lo encontrado a lo largo de la investigación.

Capítulo I

Marco Referencial

1. Marco Teórico

El marco teórico bajo el cual se guiará esta investigación estará delimitado por las teorías que evalúen la forma en la que las empresas toman las decisiones de su estructura de capital para financiar sus operaciones, con lo cual se pretende lograr una justificación que contribuya a obtener una perspectiva de los retos y estructuraciones que deben modificarse para que las pymes logren financiarse a través del segundo mercado de valores.

El primer teorema que se desarrollara es el de Modigliani-Miller (1958) el cual brinda una perspectiva acerca de la estructura financiera de una empresa, el segundo teorema que se tendrá en cuenta para la investigación es la Teoría del Equilibrio Estático (Trade-off Theory), el cual abarca temas de decisión y de estructura óptima de financiamiento. Finalmente se desarrolla la teoría de la jerarquía financiera (Pecking Order Theory, 1984) la cual desarrolla las decisiones de financiamiento de las empresas respecto al apalancamiento corporativo.

1.1.1 El teorema de Modigliani-Miller (1958)

El teorema de Modigliani-Miller fue desarrollado en 1958. Estos autores fueron unos de los primeros en desarrollar un análisis teórico acerca de la estructura financiera de las empresas y cuyo propósito fundamental es determinar cómo dicha estructura afecta el valor de la empresa. Partiendo de lo anterior su hipótesis central plantea que en la existencia de mercados perfectos no importa la estructura de capital que la empresa o compañía use para financiar sus operaciones, esto bajo los siguientes supuestos:

- 1) Expectativas homogéneas
- 2) Riesgo de negocio homogéneo
- 3) Perpetuo flujo de dinero

4) Mercado de capital perfecto:

- I. Competencia perfecta (todos son tomadores de precios)
- II. Las firmas y los inversionistas pueden prestar y pedir prestado a la misma tasa
- III. Igual acceso a toda la información relevante
- IV. No existen costo de transacciones (impuestos o costos de quiebra)

Este teorema considerado como “irrelevante” brindó una perspectiva en cuanto a las implicaciones de la estructura financiera de las empresas bajo ciertas condiciones afirmando que el valor de una firma es independiente de su estructura de capital (Herczeg, 2014), sin embargo esta teoría no tiene en cuenta factores reales de las empresas como son: la existencia de costos transaccionales, la inequidad en el acceso de información, entre otros, por esta razón surge el teorema de Modigliani-Miller en el caso de que haya impuestos, en donde se concluye que los intereses pagados sobre la deuda son deducibles de impuestos, y que la emisión de bonos efectivamente reduce el impuesto de una empresa y a su vez la responsabilidad.

Por tanto planteado de otra manera, la tasa de interés real que las empresas pagan por los bonos que emiten es menor que la tasa de interés nominal debido a los ahorros en impuestos. Lo que significa beneficios fiscales para las empresas que optan por financiarse a través de diversos canales (Herczeg, 2014), sin embargo hay que considerar aspectos legales y de estructura que varían de mercado a mercado.

Así pues, se evidencia que en condiciones de mercado reales como es el caso colombiano en donde existen impuestos, asimetrías de información; entre otros; la estructura de capital de la empresa si afecta su valor. Por lo tanto la teoría de Modigliani-Miller sirve como soporte para desarrollar las implicaciones, ventajas y obstáculos que tendrían las pequeñas y medianas empresas al incursionar al segundo mercado de valores como estrategia de financiamiento partiendo del hecho de que las empresas al realizar emisiones de bonos podrían obtener beneficios fiscales ya que los intereses pagados sobre la deuda son

deducibles de impuestos. Adicionalmente y como forma de debate a la teoría clásica anteriormente planteada surgen teorías modernas como la Teoría del Equilibrio Estático.

1.1.2 Teoría del Equilibrio Estático (Trade-off Theory)

Esta teoría se escoge para la presente investigación ya que recoge varias percepciones acerca del punto óptimo de deuda que una empresa debe tener para maximizar su valor, así representa un soporte para la identificación de una estructura de capital eficiente que brinde aportes a las decisiones de financiamiento de las empresas, adicionalmente es importante reconocer que esta teoría no cuenta con un autor específico debido a que agrupa diversos modelos que han tratado de argumentar el punto óptimo de deuda-capital que debe tener una compañía para maximizar su valor, es importante a su vez resaltar el aporte que Myers ha hecho a esta teoría por lo que serán sus publicaciones las que se desarrollaran a continuación.

La base central de esta teoría se encuentra en los “beneficios y costos de emisión de deuda, en donde se predice que existe un ratio de deuda financiera objetivo óptimo, lo que maximiza el valor de la empresa. El punto óptimo se puede lograr cuando el valor marginal de los beneficios asociados con las emisiones de deuda compensa exactamente el incremento en el valor presente de los costos asociados con la emisión de más deuda” (Myers S., 1984).

A continuación la figura 1 explica gráficamente el ratio financiero óptimo, y los beneficios que trae la deuda como son el ahorro fiscal y la maximización del valor de la empresa.

Figura 1. Teoría del equilibrio estático de la estructura de capital

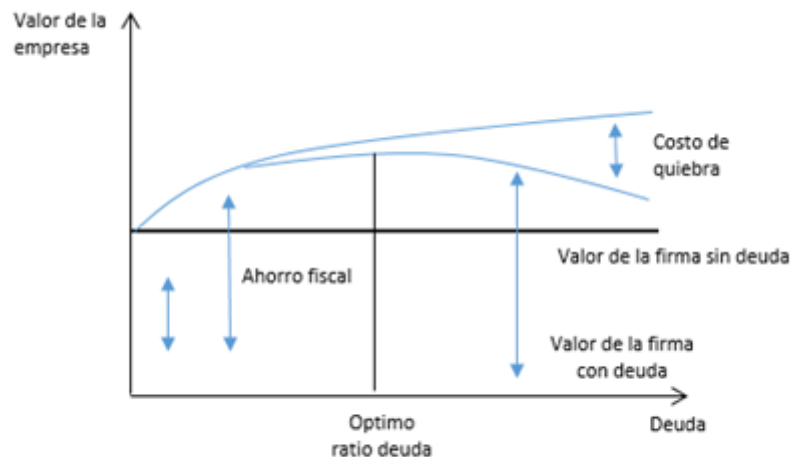


Figura 1: Teoría del equilibrio estático de la estructura de capital

Fuente: Adaptado de: The Journal of Finance. The capital structure puzzle. Myers S 1984.

Así la gráfica demuestra que las decisiones estructurales de financiamiento de las empresas representan óptimos que se encuentran directamente relacionados y determinados por la interacción de fuerzas del mercado que generan equilibrios en el mismo, esto se evidencia en la estabilización o igualdad entre beneficios y costos que genere la deuda.

Finalmente se concluye que la estructura de capital de cualquier empresa, tiene un punto de deuda óptimo en el cual los beneficios y costos de financiamiento se igualan logrando así que la deuda represente un beneficio y no un riesgo para la empresa. Partiendo de este hecho las Pymes colombianas cuentan con una estructura financiera bastante tradicional, debido a la concepción de riesgo que se le da a los créditos; el segundo mercado de valores representa un mecanismo alternativo de financiación por lo cual se hace pertinente evaluar su alcance y lo que podría representar para las pymes en temas de estructura de capital, así pues es a su vez importante evaluar la forma en que las Pymes toman decisiones acerca de su estructura de capital, por lo que se hace pertinente desarrollar la teoría de la jerarquía financiera (Pecking Order Theory).

1.1.3 Teoría de la Jerarquía financiera (Pecking Order Theory)

Esta teoría representa un aporte para la investigación, ya que brinda un acercamiento de la forma en la que las empresas toman sus decisiones de financiamiento, así pues otro aspecto relevante de esta teoría es que se desarrolla bajo el contexto de asimetrías de información en donde se plantea que los directivos tienen mayor conocimiento que los inversores externos acerca de las expectativas, riesgos y valor de la empresa (Ferrer, 2009); esto aterrizado en el contexto colombiano podría representar un acercamiento acerca de la toma de decisiones de las empresas.

Adicionalmente es considerada como una de las teorías con mayor influencia en las finanzas corporativas ya que sugiere que las firmas tienen una particular preferencia a la autofinanciación, pero que tienen un orden jerárquico de selección de sus fuentes de financiamiento (Myers & Majluf, 1984):

- Fondos propios
- Deuda con bajos riesgos (bancaria)
- Deuda pública
- Acciones

Cabe resaltar la información asimétrica existente entre las empresas y los inversionistas, como base de esta teoría en donde se plantea un costo transaccional adicional asumido por esa imperfección del mercado que lleva a que exista dicho orden jerárquico en los métodos de financiamiento (Quarterly, 2012).

Adicionalmente existen tres factores determinantes para que les sea más difícil a las pymes acceder a alternativas de financiamiento; i) el mayor costo medio de los préstamos pequeños; ii) el problema de la selección originado por la salida y reemplazo de empresas que ocurre en todas las industrias, que es más intenso cuando se trata de pymes; iii) la

necesidad de alinear los incentivos de deudores y acreedores cuando la información es asimétrica (Benavente, Galetovic, & Sanchueza, 2005).

Igualmente Berger y Udell, 1998; plantean que el crédito bancario de largo plazo tiende a no estar disponible como fuente de financiación para empresas muy recién creadas y sí, para inversiones en capital de riesgo, así el banco requiere primero que el cliente haya tenido uno o varios créditos de corto plazo.

Las anteriores teorías toman en cuenta aquellos factores que inciden en las decisiones de financiamiento de las empresas, llegando a la conclusión que las compañías prefieren autofinanciarse, pero esto se debe a asimetrías en la información; adicionalmente se plantean beneficios tributarios a través de la emisión de bonos por parte de las compañías que optan por éste como medio de financiamiento, y finalmente se parte del supuesto que debe existir un equilibrio entre el costo y los beneficios de la deuda que garanticen la perdurabilidad y el financiamiento a largo plazo de las empresas.

1.2 Marco Conceptual

Para abordar la temática de la investigación, es necesario hacer énfasis en algunos conceptos que aquí se desarrollan, para entender de mejor manera la idea esencial que se quiere abordar. Así, se inicia con el concepto de activos financieros que desarrolla un papel destacado en la investigación, entendidos como instrumentos financieros que otorgan al comprador el derecho de recibir ingresos futuros por parte del vendedor, es decir, es un derecho sobre los activos reales del emisor y el efectivo que generen (Mazzei, 2012). A su vez los activos financieros cumplen con tres características esenciales que son liquidez, riesgo y rentabilidad.

La liquidez se define como “la capacidad de la empresa de hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. La liquidez es la capacidad que tiene una empresa para obtener dinero en efectivo. Es la proximidad de un activo a su conversión en dinero” (mundo, 2014). La importancia de la liquidez para una empresa es imprescindible, ya que de ella depende la sostenibilidad y el buen manejo que le dé a los recursos, lo que la falta de liquidez se resume

en la principal causa de quiebra de la mayoría de las empresas. El riesgo financiero, segunda característica, es la posibilidad que una empresa no genere los ingresos suficientes como para pagar a los acreedores y cumplir con otras obligaciones financieras, por último está la rentabilidad, que es la eficiencia con la cual una empresa utiliza sus recursos financieros, por tanto es la capacidad de generar un beneficio adicional sobre la inversión realizada (Iglesias, 2013).

Otro destacado concepto es el Mercado de Valores, el cual es un espacio donde los agentes a través de intermediarios y usando los instrumentos específicamente desarrollados intercambian activos entre sí, facilitando la transparencia y libertad de cualquier ciudadano a realizar compras o ventas de valores. Aquí se negocia la renta variable y renta fija de una forma estructurada, a través de la compraventa de valores negociables (Macias, 2008).

Dentro del mercado de Valores es importante enfatizar en el financiamiento directo que como lo define Correa: “es donde se canaliza los recursos superavitarios hacia los deficitarios a través de la emisión de Valores”, recurriendo a los intermediarios con que cuenta este sistema tales como las Bolsas, las Agencias de Bolsa, los Fondos de Inversión y otras entidades, estableciéndose una relación directa entre el agente superavitario y el deficitario, a través de la decisión del primero de dónde colocar sus recursos.

Por su parte el financiamiento indirecto, es donde los recursos se canalizan a través de instituciones financieras bancarias y no bancarias, tales como bancos comerciales, empresas de seguros, empresas de reaseguros, mutuales de ahorro y préstamo para vivienda, cooperativas de ahorro y crédito, financieras y otras, caracterizadas por captar el ahorro, asumir el riesgo de la rentabilidad pactada con el cliente (normalmente fija) y canalizar tales fondos de acuerdo a sus prioridades, sin ninguna participación del ahorrador. Con anterioridad, el financiamiento directo encuentra una relación estrecha con la titularización, que es definida como un proceso mediante el cual una entidad transfiere y aísla a través de un patrimonio autónomo, activos tradicionalmente ilíquidos, o por lo

menos de escasa o lenta rotación, bienes o flujos de caja futuros, con el objeto de maximizar la utilización de los recursos. Esta movilización implica la transformación de activos ilíquidos en títulos negociables en el mercado de valores, los cuales tienen como respaldo el activo o el flujo generado por el mismo (García, 2014).

Con lo que respecta a las empresas, cabe destacar el concepto de Pyme que se define como pequeñas y medianas empresas con un número no muy grande de trabajadores y con una facturación moderada; "...micro, pequeña y mediana empresa, toda unidad de explotación económica, realizada por persona natural o jurídica, en actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicios, rural o urbana,..." que cumpla con los criterios de activos y número de empleados para pequeña y mediana (Gonzalez, 2014). En Colombia el sector empresarial está clasificado en micro, pequeñas, medianas y grandes empresas, esta clasificación está reglamentada en la Ley 590 de 2000 y sus modificaciones (Ley 905 de 2004), conocida como la Ley Mipymes. El término Pyme se refiere así al grupo de empresas pequeñas y medianas con activos totales superiores a 500 SMMLV y hasta 30.000 SMMLV.

En los últimos años, el gobierno y el sector privado, particularmente el financiero, han dirigido sus estrategias de apoyo y promoción de sus servicios hacia el sector de las pequeñas y medianas empresas, como afirma Puyana (2007): "al darse cuenta que es en este sector empresarial donde se puede tener el eje para alcanzar un acelerado crecimiento económico y aunque siempre se habían considerado importantes, hoy han llegado a ser imprescindibles al proyectarse como una de las mejores opciones para lograr la plena reactivación de la economía".

Resulta importante destacar aquí, uno de estos impulsos que se ha brindado a las pymes, como mecanismo de financiación, es el Segundo Mercado. Según el Decreto 1019 de 2014, lo define como un mercado paralelo al principal, concebido en distintos países como una plaza para la consecución de dinero por parte de empresas que no cuentan con el tamaño o

requisitos exigidos a los emisores que acuden al mercado principal o que no desean revelar información de sus empresas al público en general.

Se consolida como un segmento alternativo de financiación dentro del mercado de capitales de Colombia. Está reglamentado por la Resolución 400 de 1995, hoy incluida en el Decreto 2555 de 2010. En este segmento, los procesos de origen y negociación de los títulos valores cuentan con unos requerimientos regulatorios más flexibles que los exigidos en el mercado tradicional o Mercado Principal.

1.3 Marco Legal

La Ley del Mercado de Valores (Ley 964 de 2005), regula al Mercado de Valores bursátil, y bajo la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones.

Se prestará especial atención en el análisis del siguiente marco legal en función a los alcances del estudio:

- Resolución 400 de 1995
- Decreto 2555 de 2010
- Decreto 1019 de 2014

El Segundo Mercado (SM) es un esquema de financiación creado por el gobierno, según la Resolución 400 de 1995, hoy incluida en el Decreto 2555 de 2010. Este decreto, unifica toda la dispersa reglamentación que hasta la fecha tenía el Sector financiero, pues ha entrado a derogar y a la vez vuelve a retomar más de 160 decretos y algunas resoluciones que existían hasta la fecha. Entre esos decretos retomados por el decreto 2555 figuran los que regulaban el leasing habitacional, las normas de las casas de cambio, la certificación del interés bancario por parte de la Superfinanciera, y el Mercado de valores.

Uno de los objetivos del Decreto 2555 de 2010, es facilitar el acceso al mercado de capitales local a un mayor número de emisores. Dicho mecanismo busca ser una fuente alternativa de recursos para aquellas empresas que no han podido emitir en el Mercado Principal, debido a los estrictos requerimientos financieros, de información y los costos que ellos implicaban.

En virtud de lo anterior, el gobierno expidió el Decreto 1019 de mayo de 2014, con el fin de flexibilizar dichos requisitos y ampliar así el acceso al mercado de valores, pensando especialmente en las Pymes. Allí jugarán un papel central los inversionistas profesionales (Clavijo, 2014), quienes serán los únicos autorizados para adquirir estas emisiones, aprovechando que son agentes especializados en la gestión del riesgo de este tipo de activos.

Bajo este contexto, el principal elemento normativo que gira en torno a esta temática, se enfoca en el Decreto 1019 del 28 de mayo de 2014, por el cual se modifica el Título 3 del Libro 2 de la Parte 5 del Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con el Segundo Mercado y se dictan otras disposiciones. Este Decreto modifica el marco normativo del Segundo Mercado, haciendo más expeditos sus procesos de emisión y reduciendo sus costos asociados. Así, se pretende promover la utilización de este mecanismo y solucionar las asimetrías de información de sus potenciales beneficiarios, como las Pymes y los emisores.

El presidente de la república de Colombia en ejercicio de sus facultades constitucionales y legales, en especial las previstas en los numerales 11 y 25 del artículo 189 de la Constitución Política, y literales a) y b) del artículo 4 de la Ley 964 de 2005, considerando que el gobierno nacional introdujo el esquema de Segundo Mercado con el propósito de facilitar el acceso al mercado de valores para un número más amplio y diversificado de emisores y teniendo en cuenta que dicho esquema de Segundo Mercado no ha logrado alcanzar su objetivo en tanto los potenciales emisores no han usado este mecanismo como medio de acceso al mercado de valores; que teniendo en cuenta el limitado uso que se le ha dado al esquema de Segundo Mercado y con el fin de dar un impulso a la participación

de nuevos emisores dentro del mercado de valores y generar un aumento en la oferta de nuevas alternativas de inversión para los inversionistas profesionales, se hace necesario realizar modificaciones al marco regulatorio de Segundo Mercado decretando lo siguientes aspectos más relevantes establecidos según Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2014):

- No se requiere calificación de riesgo para inscribir en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) a aquellos títulos que vayan a ser negociados en el SM. Para dicha inscripción, el emisor debe enviar previamente a la Superintendencia Financiera (SF) la documentación exigida para tal efecto.
- Los emisores pertenecientes al SM deben actualizar su registro en el RNVE, remitiendo a la SF los estados financieros de fin de ejercicio y una constancia del representante legal que certifique la actualización y envío de la información relevante (sobre su situación financiera, contable, jurídica, etc.) a los inversionistas actuales y potenciales.
- Para la autorización de las ofertas públicas de títulos que se vayan a negociar en el SM, el emisor debe enviar a la SF la siguiente documentación: i) comunicación suscrita por el representante legal que manifieste la intención de realizar la oferta pública en el SM; ii) prospecto de información (prospecto de autorización); iii) certificación del representante legal en la que se haga constancia del trato equitativo a todos los inversionistas autorizados con relación al suministro de información; y iv) proyecto de aviso de oferta dirigido a todos los inversionistas autorizados interesados.
- Luego de dicha autorización, el emisor cuenta con un plazo máximo de 3 meses para empezar la promoción de los títulos con los inversionistas potenciales, poniendo a disposición de ellos la información que sea requerida para tomar la respectiva decisión de inversión. Este procedimiento lo puede realizar directamente el emisor o a través de comisionistas de bolsa o corporaciones financieras. Dicho proceso no está sujeto a la supervisión de la SF.
- Las emisiones en el SM también pueden realizarse mediante la estructuración de programas de emisión y colocación.

- La oferta y colocación de títulos del SM debe llevarse a cabo durante los 6 meses siguientes a la autorización de la oferta pública. No obstante, si el emisor lo solicita, la SF puede prorrogar dicho plazo, por una sola vez, por un tiempo igual.
- Los emisores del SM pueden inscribirse voluntariamente en una Bolsa de Valores (BV) o en un sistema de negociación. Para esto, deben remitir a dichas entidades la misma información contenida en el prospecto de autorización.
- Con relación al prospecto de autorización requerido por la SF, este debe incluir, como mínimo, los siguientes aspectos: i) información comercial del emisor; ii) características de los títulos objeto de la oferta (v. gr. valor nominal, monto de la emisión, reglas de reposición, etc.); iii) BV o sistema en que se encuentran inscritos los títulos, en caso de haber optado por dicha inscripción; iv) advertencia que especifique que estos títulos solo pueden ser adquiridos por inversionistas profesionales; y v) advertencia que señale que la inscripción de los títulos en el RNVE y la autorización de su oferta no garantizan la bondad, ni el precio o negociabilidad de la emisión, entre otros aspectos.
- Los emisores que deseen pertenecer al SM deben remitir un prospecto de colocación a los inversionistas autorizados que hayan mostrado interés en la emisión. Dicho prospecto debe contener, además de lo establecido en el prospecto de autorización, al menos la siguiente información: i) cuando se haya optado por la inscripción voluntaria en una BV o sistema, una advertencia que indique que dicha inscripción no garantiza la bondad, ni el precio o negociabilidad de la emisión, entre otros aspectos; y ii) las garantías otorgadas, en caso de haber optado por ello.
- La información contenida en el prospecto de colocación puede ser acordada contractualmente entre el emisor y los inversionistas interesados. Esta información debe propender por el trato homogéneo a los mencionados inversionistas para que estos tomen sus decisiones de inversión en igualdad de condiciones.

Del mismo modo, el art. 5.2.3.2.5, Capítulo 2, manifiesta:

- Los títulos que formen parte de un SM o equivalentes en el país donde fueron inscritos, pueden ser colocados negociados en un mercado extranjero mediante acuerdos-convenios de integración de BVs, únicamente cuando la regulación de las jurisdicciones que integran

dichos acuerdos-convenios permita la colocación-negociación de títulos colombianos que formen parte del SM en esos países.

Con estas reformas en el manejo y la participación en el Segundo Mercado de valores se espera que la participación de interesados inversores sean mayores, al generarles confianza y mayor visión frente a las empresas que solo pueden incursionar en este mercado. Es importante mencionar que el Segundo Mercado puede concebirse como el paso necesario para que una empresa pueda entrar al mercado principal de valores. De esta manera un inversionista que haya adquirido valores de la empresa que escale a esta última posición, ha realizado una de sus mejores inversiones.

Pese a que dicha reforma regulatoria constituye un avance representativo para el desarrollo financiero local, todavía se evidencian importantes retos en este frente. También resulta fundamental que dicho esquema esté acompañado por políticas de educación financiera dirigidas a los potenciales emisores, pues menos del 50% de las Pymes accede al crédito bancario para financiar sus necesidades de inversión (Clavijo, 2014). Lo anterior contribuiría sosteniblemente a la consolidación del SM como una fuente de recursos para las empresas y como una alternativa de ahorro-inversión dentro del mercado de capitales colombiano.

Capítulo II

Metodología

2.1 METODOLOGÍA CUALITATIVA

Según Sampieri, define el enfoque cualitativo como “el conjunto de prácticas interpretativas que hacen al mundo visible, lo transforman y convierten en una serie de representaciones en forma de observaciones, anotaciones, grabaciones y documentos” (2006, pág. 9). Se considera naturalista porque estudia a los objetos y seres vivos en sus

contextos o ambientes naturales y cotidianidad, e interpretativo, pues intenta encontrar sentido a los fenómenos en función de los significados que las personas les otorguen.

Dentro del enfoque cualitativo existe una variedad de concepciones o marcos de interpretación, que se puede situar en el común denominador del concepto de patrón cultural (Colby, 1996), que parte de la premisa de que toda cultura o sistema social tiene un modo único para entender situaciones y eventos. Los modelos culturales se encuentran en el centro del estudio de lo cualitativo, pues son entidades flexibles y maleables que constituyen marcos de referencia para el actor social.

El enfoque se basa en métodos de recolección de datos no estandarizados ni completamente predeterminados. No se efectúa una medición numérica, por lo cual el análisis no es estadístico. Así el investigador cualitativo utiliza técnicas para recolectar datos, como la observación no estructurada, entrevistas abiertas, revisión de documentos, interacción e introspección con grupos o comunidades (Patton, 1990).

Elección de Metodología

La presente investigación realizó un enfoque de investigación cualitativa de tipo descriptiva que basada en el concepto de Sampieri y logra una aproximación a la pregunta de investigación planteada, pues esta metodología “investiga un fenómeno contemporáneo dentro de su contexto de vida real” (2006, pág. 10).

Según este autor, todo plan de investigación con enfoque cualitativo debe tener cinco fases:

1. Planteamiento del problema
2. Revisión de literatura
3. Recolección de datos
4. Análisis de los datos
5. Elaboración reporte de resultados

A lo anterior, se sumó una recolección de fuentes primarias y secundarias seleccionando la información con técnicas apropiadas que se obtuvieron de fuentes bibliográficas, virtuales, artículos, libros, revistas, literatura, entre otras. Existen varios tipos de fuentes de información y su aplicación dependerá de la naturaleza del trabajo que se esté realizando. Tremblay y Perrier (2006) opinan que por ejemplo en ciertas ramas de la investigación, el autor debe adaptar su forma de investigación según sea el contexto en el que esta se está desarrollando.

2.2 MÉTODOS

Según Hurtado (2000), el método es la forma de hacer las cosas y de una forma ordenada y disciplinada. Este es el procedimiento que se sigue en las ciencias para encontrar la verdad sobre algo, es decir es el instrumento que utiliza el investigador para recolectar datos para su trabajo.

Para esta investigación se aplicó el método del estudio de caso que a su vez contuvo tres técnicas de investigación.

2.2.1 Estudio de Caso

Para realizar el desarrollo de la investigación se utilizó un diseño no experimental (ó investigación ex post-facto, hechos y variables ya ocurrieron) de tipo descriptiva (Sampieri, 2006), donde se tomó una empresa que ya ha incursionado en el Segundo Mercado de Valores, esto permitió identificar los beneficios y obstáculos al ingresar a este mercado como fuente de financiación.

Para este estudio de caso, se tuvo en cuenta las siguientes variables:

- Situación financiera antes del ingreso al Segundo Mercado
- Financiación en el Segundo Mercado
- Obstáculos y logros obtenidos en la transición del ingreso al Segundo Mercado

Es importante partir del hecho, que en la actualidad se evidencia una total concentración en las grandes empresas como EEB, Colombina, Sodimac, entre otras, y nula en el caso de las pequeñas y medianas (Franco, 2013). Esta investigación se centró en darle un especial enfoque al caso de Bancamía, que aunque si bien es una grande empresa se posicionó como una empresa pionera en la emisión de bonos dentro del Segundo Mercado, alcanzando una demanda significativa que prácticamente duplicó su valor, logrando un rápido crecimiento, que condujo a la investigación a identificar aquellas variables que se vieron influenciadas en la entrada a este mercado.

Adicionalmente es importante destacar que se elige a Bancamia por la facilidad y transparencia en el acceso a la información lo que permitió obtener un análisis comparativo más preciso. Es importante aclarar que el presente estudio de caso pretende brindar una perspectiva no solo de la problemática que poseen las pymes al acceder al segundo mercado de valores como fuente de financiación si no de dar una mirada de las implicaciones y los principales aspectos positivos y negativos que posee en si una empresa al incursionar en el segundo mercado de valores como estrategia de financiamiento.

Igualmente se destaca que Bancamía es una corporación financiera con sentido social que busca apoyar el desarrollo productivo de los emprendedores en la base de la pirámide económica, a través de productos y servicios financieros diseñados a la medida de sus necesidades. Abrió sus puertas desde octubre de 2008, como resultado de la unión de tres ONG's: Corporación Mundial de la Mujer Colombia, Corporación Mundial de la Mujer Medellín y la Fundación Microfinanzas BBVA. En 2010, la Corporación Financiera Internacional (IFC) se convirtió en accionista, mediante la suscripción de acciones preferenciales (Bancamía, 2016).

Si bien Bancamía es considerada como la entidad que se constituye como la primera del país en micro finanzas y que es parte de la Fundación para las Microfinanzas, atiende hoy en Colombia a 785.535 personas, de las que 356.377 tienen créditos (Portafolio, 2.016), presentó en años anteriores, una fuerte caída en sus desembolsos y un debilitamiento de su

estructura financiera, de acuerdo a un argumento dado por la entidad. Esto produjo un fuerte impacto sobre su rentabilidad a la vez que un llamado a reestructurar la base financiera.

En diciembre del año 2014, Bancamía, el banco especializado en microfinanzas, emitió bonos por \$100.000 millones, con una demanda que prácticamente duplicó su valor (La República, 2015). Esta reforma abrió la oportunidad para que la empresa pudiese financiar sus operaciones en el mercado de valores, y así obtener recursos frescos para su capital de trabajo de una manera competitiva frente al natural mercado bancario o de créditos.

Así como es importante el hecho, que, si bien la entidad logró reestructurar y solidificar su base financiera, el ingreso allí no fue fácil dado que dentro de las dificultades que se presentaron se evidenció que, para el posicionamiento dentro del Segundo Mercado, sobresalió:

- i) Las restricciones por el bajo historial financiero del emisor.
- ii) Los altos costos para la entidad derivados de las exigencias constantes de información.
- iii) La carencia de educación financiera; y
- iv) La falta de incentivos para el ingreso de las Pymes a dichos esquemas.

2.2.2 Triangulación

La Triangulación al constituir una de las técnicas más empleadas para el procesamiento de los datos en las investigaciones cualitativas, por cuanto contribuye a elevar la objetividad del análisis de los datos y a ganar una relativa mayor credibilidad de los hechos (Erickson, 1986), aportó a la investigación veracidad y soporte frente a las distintas fuentes empleadas, al realizar un control cruzado de ellas.

La técnica consistió en una recolección de datos desde distintos ángulos, que luego fueron comparados y contrastados entre sí; entre los diferentes materiales encontrados, teorías

descritas, investigaciones, y documentos, permitiendo alcanzar la veracidad y consistencia de los hallazgos.

La triangulación contribuyó al desarrollo de la presente investigación disminuyendo la posibilidad de malos entendidos, al producir información redundante durante la recolección de datos que esclareció de esta manera significados y verificó la reincidencia de una observación. También resultó útil para la investigación al identificar las diversas formas como el Segundo Mercado se puede estar observando. De esta forma, la triangulación no sólo aportó para validar la información, sino que sirvió para ampliar y profundizar su comprensión. En la triangulación se realizó la confrontación de fuentes de información como revisión bibliográfica, entrevistas y observación.

2.3 TÉCNICAS

Técnica se refiere a la forma de aplicar los métodos de investigación o se refiere también a saber hacer algo, según Corbetta (2003). Existen varias técnicas de investigación, entre ellas, la entrevista, la observación, investigación de campo, investigación documental y la investigación mixta, entre otras. Para llevar a cabo el planteamiento de la presente investigación se determinaron las siguientes técnicas:

2.3.1 Revisión bibliográfica

Para el desarrollo de la investigación trazada y de acuerdo al planteamiento del problema y los objetivos que se persiguen, se estudió a través de una revisión bibliográfica las variables de estudio. Se utilizó en primer lugar, el apoyo de fuentes bibliográficas y documentales consultadas a través de bases de datos, bibliotecas, sitios web, entre otros.

Para la revisión bibliográfica, se dividió la búsqueda en las siguientes etapas:

- La etapa inicial consistió en conocer y explorar todo el conjunto de fuentes útiles, como libros, artículos científicos, revistas, publicaciones, boletines diversos, ubicados en bibliotecas. Donde se procesó la información aplicable a la investigación. De igual manera se revisaron trabajos monográficos relacionados con la investigación propuesta.

La bibliografía considerada y sus fuentes procedieron de:

-Materiales publicados en el país en relación a la investigación.

-Materiales de autores extranjeros sobre la temática propuesta.

-Materiales de autores nacionales sobre la temática propuesta.

- La segunda etapa comprendió el ordenamiento del material, para incorporar aquel considerado como importante y útil a los dos primeros objetivos.
- La última etapa consistió en la ubicación y selección del material, a través del registro de la información, incluyendo observaciones y críticas.

2.3.2 Observación

La observación permitió realizar un análisis minucioso frente a la temática estudiada, posteriormente registrar los análisis evidenciados y elaborar las conclusiones frente a ello. La observación es considerada como una técnica analítica que consiste en observar atentamente el fenómeno, hecho o caso, tomar información y registrarla para su posterior análisis (Creswell, 2005).

Basado en ello, se eligió la observación como técnica aplicada para la investigación, y como un elemento fundamental que le aportó a la indagación, ya que en ella se desarrolló el análisis del fenómeno estudiado, tras haber realizado una minuciosa observación del contexto actual frente a las perspectivas que se tenían.

El desarrollo de la observación se estructuró de la siguiente manera:

-Determinar situación a observar

-Determinar Objetivos

-Registro de la observación

-Análisis e interpretación de información.

2.3.3 Entrevistas

Baptista (2002) considera las entrevistas como técnicas de recopilación de información que se dan a través de conversaciones profesionales, con la que además de adquirirse información acerca de lo que se investiga, tiene importancia desde el punto de vista

educativo; los resultados a lograr en la misión dependen en gran medida del nivel de comunicación entre el investigador y los participantes en la misma.

Bajo este escenario, la temática de la investigación planteó entrevistas con expertos del mercado de valores. Se realizó la entrevista a Juan Sebastián Castro Estévez, Profesional Comercial de Emisores, donde expuso su punto de vista acerca del Segundo Mercado y las posibles falencias de su desarrollo. De igual manera se realizó una entrevista a Angélica González Peña, vicepresidenta de Acopi de la regional Bogotá-Cundinamarca; esto con el fin de brindar un acercamiento respecto a los limitantes que las dos partes consideran frente al esquema de Segundo Mercado, respondiendo a los objetivos propuestos.

Capítulo III

Resultados

Resultado 1

3.1 EVIDENCIA ESTUDIO DE CASO BANCAMÍA

El estudio de caso realizado a Bancamía permitió identificar las variables que se vieron influenciadas en la entrada a este mercado, tanto en temas relevantes positivos como implicaciones que debió afrontar la empresa para emitir en el mercado accionario. Es importante definir aquí que la incursión para Bancamía dentro del Segundo Mercado no fue nada fácil, dado que un previo debilitamiento en su base financiera, obligó hacer una reestructuración en aspectos presupuestales y de inversión, generando desconfianza en las distintas alternativas de financiación, ello sumado a que su acceso al mercado accionario significó:

- Altos costos para la entidad derivados de las exigencias constantes de información, que se convirtió en una barrera de entrada para la participación en el Segundo Mercado. Aunado a los costos referidos, existieron otros costos en los que debió incurrir la empresa, como lo fueron aquellos derivados de la colocación de los valores o underwriting, del cumplimiento de las obligaciones de reporte de información y de control interno, de la contratación de garantías para respaldar la

operación, y de la contratación de banqueros de inversión y asesores legales que estructuraron la emisión, entre otros. Todos estos costos fueron decisivos en el análisis costo/beneficio que realizó Bancamía al momento de determinar si acudir al mercado de valores resultaba una alternativa de financiación rentable para su actividad económica.

- La falta de incentivos para el ingreso de las Pymes a dichos esquemas, constituyó también un problema relevante para Bancamía, al existir poca o nula participación por parte de entes gubernamentales en el impulso de este mecanismo de financiación. Así como la inexistencia de apoyo en temas tramitarios y legislativos que debió asumir la empresa por sí sola.
- Las restricciones por el bajo historial financiero del emisor. Si bien pese a la nueva reforma que se hizo al decreto, donde los requisitos pasaban a ser más flexibles para el acceso a este mercado, Bancamía continuaba presentando dificultades por sus antecedentes financieros, dada la ruptura económica que había tenido en años anteriores.
- La información dispuesta a suministrar a los diferentes entes de control surgió como una controversia para el acceso al Segundo Mercado. Este aspecto se constituyó como el principal obstáculo para Bancamía, al dejar en público la información contable y financiera, temiendo perder el control accionario de la empresa.

Así pues, se evidenció que, aunque Bancamía presentó ciertas dificultades para el ingreso a este nuevo mercado, como el acceso a la información, los altos costes que al inicio generó, los esquemas de políticas de educación financiera, sumado al riesgo y la confianza, constituyeron solo el primer paso para poderse constituir hoy en día como la primera entidad del país en Microfinanzas. Bajo este escenario, se logra identificar la situación previa de Bancamía al vincular su actividad al mercado accionario, que estuvo descrita por ciertas complejidades, así como se hace también indispensable resaltar los resultados positivos que obtuvo la empresa con sus emisiones:

- Los nuevos recursos le sirvieron a la entidad para ampliar sus operaciones de microfinanzas en Colombia, donde actualmente es uno de los líderes del sector,

- desde la banca privada, atendiendo a más de 790.000 clientes de bajos recursos, con una red de 200 oficinas, muchas de ellas ubicadas en zonas donde la presencia de entidades financieras ha sido limitada, como lo es el sector rural (Bancamía, 2016).
- La emisión también representó un novedoso paso en la estrategia de posicionamiento de Bancamía en el mercado de capitales en Colombia para continuar avanzando en la diversificación de sus fuentes de fondeo. Los nuevos recursos impulsaron el financiamiento de unidades empresariales productivas, tanto en el sector rural como en el urbano (Bancamía, 2016). Es importante a su vez resaltar que la incursión en el segundo mercado de valores en Colombia le permitió a Bancamía la realización de relaciones estratégicas, como es el caso de la Corporación Financiera Internacional (IFC). En donde Carlos Leiria Pinto, responsable de IFC para la región Andina, dijo: “Con este nuevo financiamiento, seguimos promoviendo la inclusión financiera en Colombia y trabajando para profundizar los mercados de capitales del país”.
 - El IFC es miembro del Grupo del Banco Mundial, es la principal institución internacional de desarrollo que centra su labor exclusivamente en el sector privado de los países en desarrollo. La emisión de acciones en el 2014 le permitió a Bancamía reafirmar la relación con el IFC, ya que según datos de Bancamía la relación comenzó en 2010, cuando la Corporación invirtió 10 millones de dólares en acciones preferenciales de la entidad. En el 2014, IFC adquirió una emisión de bonos ordinarios Bancamía por \$100.000 millones. Igualmente es importante destacar que dicha emisión de bonos también refuerza la relación entre IFC y la Fundación Microfinanzas BBVA, que es el principal accionista de Bancamía y representa un aliado en los esfuerzos de la Corporación de fortalecer las entidades micro financieras de Latinoamérica.
 - Para Bancamía, la incursión en el segundo mercado le ha permitido fortalecer su gestión, permitiéndole consolidarse como un banco con sentido social que busca apoyar el desarrollo productivo de los emprendedores en la base de la pirámide

económica, ya que la obtención de recursos por medio del mercado de capitales se ha reflejado más que en una financiación, en una inversión, que les ha brindado vínculos estratégicos y un apalancamiento financiero que les brinda solidez, seguridad en el largo plazo y liquidez a más bajo costo.

- Bancamía obtiene una excelente y rápida capitalización, resultado de su primera emisión en el Segundo Mercado. A través de la emisión de acciones, la empresa emisora logró vincular a nuevos accionistas, capitalizando así la compañía sin incurrir en altos gastos financieros.

Hasta aquí se evidencia un poco como han sido los resultados en todo el proceso de transición de Bancamía al Segundo Mercado, las variables tanto positivas como negativas que surgieron con esta emisión y los retos que para la empresa significó, que como bien lo recalca Juan Sebastián (entrevista No. 1), no es un proceso fácil de vinculación en el mercado accionario, dado que una empresa debe cumplir con ciertas reglamentaciones que no son tan flexibles como lo hace parecer la reforma aunado a los costos de tarifas que las empresas por si solas deben asumir, sin ningún tipo de incentivos por parte de entes controladores.

Si bien la entrevista con el profesional de emisores de la BVC, contrasta de manera coherente frente a las dificultades que debió afrontar Bancamía, en temas como asimetrías de información, donde las empresas aún les cuesta hacer pública la información y temas de transparencia pesan demasiado en un mercado como este, afirma el profesional. Esta variable se ve afectada por dos aspectos: aún por el desconocimiento de muchos empresarios en creer que pierden la autonomía y el poder de toma decisión sobre sus empresas; y por otro lado existe un mayor número de empresas que no tienen informes contables y financieros legalmente constituidos. Así mismo recalca Juan Sebastián, la importancia que entes vinculados como el Gobierno nacional, Superintendencias, Sociedades de Fondos, etc., intensifiquen sus planes de acción encaminados a promover este tipo de alternativas (en lo que coincide con Angélica, Acopi) ya que actualmente no existe ningún tipo de incentivos que ayuden a las empresas a generar confianza y acceder

a nuevos mercados, que son mecanismos que se intensifican cada vez más en el contexto internacional, volviendo al mercado en su conjunto más eficiente.

Bajo este contraste es también importante, incluir las ventajas significativas de las empresas que describe la vicepresidenta de Acopi, que coincide de manera paralela con los resultados de Bancamía. Entre los que más se destaca: la obtención de recursos financieros a menor costo, donde explica González que en el mercado de valores el empresario a través de la emisión de títulos, obtiene directamente de los inversionistas los recursos financieros que necesita, sin necesidad de acudir a créditos bancarios, los cuales generan altos costos financieros, tienen spreads muy altos, plazos relativamente cortos, y montos limitados.

De la misma manera resalta como se convierte en un mercado atractivo para inversores y accionistas de la misma empresa, se logra diversificación y socialización del riesgo para los agentes participantes y el desarrollo de nuevas tecnologías, promoviendo crecimiento e innovación como lo refleja una de los mayores logros alcanzados por Bancamía con la alianza estratégica de IFC, convirtiéndose en su principal accionista por la cantidad de acciones preferenciales obtenidas, así como el desarrollo tecnológico alcanzado en este último año brindando un mejor servicio a sus clientes.

En lo que respecta a los mercados bursátiles internacionales para Pymes es evidente como la evolución ha sido significativa, ello derivado del fuerte componente normativo y las estrictas sanciones que se implementan. Así como se mejoran políticas internas constantemente que responden realmente a las necesidades de las empresas y una exigente preparación y divulgación de la información para quienes deseen vincular su actividad a este mercado.

Es indudable como choca fuertemente la situación en el contexto colombiano, donde se hace necesario robustecer el marco normativo y cumplir con estándares establecidos. Así como es importante realizar un esfuerzo por preparar y promocionar las empresas hacia nuevos mecanismos de financiación, que en un futuro resultará ser la salida más rentable.

Resulta relevante también dejar en evidencia la evolución que tuvo Bancamía antes y después de entrar al Segundo Mercado y como logró solidificar su estructura financiera. A partir de datos obtenidos de sus Balances Generales, y las utilidades que arrojó con la primera emisión realizada en el 2.014, se desarrolló el siguiente análisis:

Al cierre de 2014, el activo de Bancamía registró un saldo de COP\$1.399.510 millones, con una variación positiva de 11,2% respecto al saldo de diciembre de 2013 (ver anexo1), dada principalmente por el comportamiento de la cartera bruta, principal activo del Banco, que participó con un 76,8%.

El pasivo de Bancamía cerró con un saldo de COP\$1.040.110 millones, variando 11,3% respecto al cierre de 2013, que es explicado principalmente por el comportamiento de las fuentes de fondeo, que tienen una participación del 92,0%. La estructura de esta fuente está dividida en tres grandes grupos: recursos de clientes, títulos de deuda o bonos ordinarios y obligaciones financieras con bancos. Adicionalmente, cabe resaltar la participación activa del Banco en el mercado de capitales durante el año 2014. Por una parte, en el mes de agosto, se presentó el vencimiento de la primera emisión de bonos por valor de COP\$100.000 millones / US\$42 millones, a un plazo de 2 años, a la cual Bancamía respondió con liquidez suficiente gracias al manejo asertivo de sus políticas de activos líquidos y al monitoreo constante en los indicadores de liquidez.

El 30 de diciembre Bancamía realizó una segunda emisión de bonos ordinarios como resultado de una subasta de oferta pública de segundo mercado, la cual fue totalmente adjudicada a la Corporación Financiera Internacional – IFC, por COP\$100.000 millones / US\$42 millones, a un plazo de 5 años y tasa fija, constituyéndose así en el primer banco en realizar operaciones de segundo mercado en el país. Lo anterior, como parte de la estrategia de diversificación de fuentes de fondeo, de la profundización en el mercado de capitales en el largo plazo y la optimización de la estructura de balance del Banco.

Con lo anterior, la estructura del balance del Banco ha venido siendo modificada en forma significativa y positiva, tal como se refleja en la evolución del indicador recursos de clientes y bonos frente a la cartera bruta, contando con una variación de 6.6% (ver anexo 1), disminuyendo así la dependencia en las obligaciones financieras con otros bancos y enfocándose con la emisión de bonos, generando ingresos para este año de \$372.033 (millones de COP), con una variación positiva del 10% respecto al año anterior.

Para el año 2015, las variaciones no logran ser tan significativas dado que para este año el fondeo con títulos de deuda o bonos ordinarios no registra variación durante el año, debido a que no se presentaron vencimientos ni emisiones; de esta manera, el saldo de cierre es de COP\$99.014 (bonos) / US\$31,4 millones (ver anexo 2). El aumento de las obligaciones financieras fue del 27,3%, alcanzando un valor de COP\$529.652 millones al cierre del año.

Los activos cerraron para este año con COP\$1.448.580 millones (ver anexo 2) con una variación de 2,4% respecto a 2014, dada principalmente por el comportamiento de la Cartera Bruta, la cual representa la mayor porción del activo, 73,5%, y presenta un saldo de COP\$1.104.022 millones, con un crecimiento de 2,8% respecto a 2014, producto de una colocación durante el año por COP\$1.014.474 millones, superior en 0,2% a la del año anterior. Los ingresos generados para este año totalizaron en \$392.438 (millones de COP), con una variación de 5.48% con respecto al año anterior.

Se evidencia bajo este panorama, que existe una mayor variación de ingresos con respecto al año anterior, cuando se da la primera emisión de bonos, generando un mayor peso dentro de las fuentes de fondeo justificado a través de la sobre demanda (1,99 veces), lo cual confirma la confianza que tienen los inversionistas en Bancamía como emisor y la estabilidad que la emisión de bonos produjo en la estructura financiera de la entidad.

Resultado 2

3.2 IMPLICACIONES Y CAUSAS DEL LIMITADO USO DE LAS PYMES AL SEGUNDO MERCADO DE VALORES EN COLOMBIA

Para el primer resultado se partirá de las implicaciones; las cuales serán evaluadas desde el punto de vista de las consecuencias y/o efectos que tendrán que asumir las pymes para financiarse a través del segundo mercado de valores. Para esto se tomaran las entrevistas realizadas a Juan Sebastián Castro, profesional emisor del mercado de valores y a Angélica González Vicepresidenta de ACOPI; esto con el fin de obtener perspectivas desde los dos enfoques.

En la entrevista realizada a Juan Sebastián Castro se logró obtener un panorama más real acerca del funcionamiento del segundo mercado de valores en Colombia según este el Segundo mercado de Valores es un mercado orientado a inversionistas profesionales, solo puede ser tenedor de títulos un inversionista profesional. Básicamente el segundo mercado funciona como una rueda de negociación de renta fija en la cual se pueden entrar a negociar títulos de igual manera que en el mercado principal a diferencia de las restricciones de entrada para los miembros que hagan parte de este segundo mercado.

Para Juan Sebastián las Pymes cuentan con dificultades para acceder a estos mercados no solo a nivel nacional sino también a nivel mundial porque si se miran los requisitos son menores pero igualmente son altos tanto en la Bolsa de Valores de Colombia como en cualquier bolsa; igualmente el limitado uso que las pymes le han dado al segundo mercado se debe a que:

“La Superintendencia Financiera necesita de unos requisitos en temas de publicación de información, de tamaño de las empresas; de todo este tipo de cosas; adicionalmente se necesita una estructura, un gobierno corporativo que pueda regirse dentro de la empresa y que pueda dar transparencia, seguridad y tranquilidad a los inversionistas, una Pyme con un capital inferior a 7000 millones, que es lo que establece la bolsa para la emisión de

títulos; si bien bajo estudio podría acceder al mercado de capitales, estas generalmente no cuentan con una estructura de gobierno corporativo, no tienen una estructura de capital definida y no tienen unos órganos de administración como una junta directiva y un comité de auditoría que básicamente regulan el manejo transparente de una empresa, adicionalmente estas requieren de un grado de consolidación el cual les permita lograr ese aval y ser atractivo para un inversionista, porque si bien una Pyme puede realizar la emisión de bonos pero igual si es una empresa dirigida por el papa, el tío, el primo...; esto no va a ser atractivo para los inversionistas”.

Igualmente destaca que existen beneficios regulatorios, de procedimiento tanto en la Superintendencia Financiera, en la Bolsa de Valores, como en el Depósito Central de Valores que son los tres entes más importantes en cuanto a lo que tiene que ver con la emisión de títulos en Colombia a su vez destaca los obstáculos que podrían enfrentar las pymes al incursionar en el segundo mercado de valores:

- Asimetrías de información.
- Sistema de financiación tradicional
- Deficiencia en la educación financiera
- Poca o nula existencia de incentivos adicionales

Un dato importante que brindó la entrevista es acerca de la toma de decisiones de las Pymes ya que según Juan Sebastián una Pyme normalmente obtiene un crédito de una manera más fácil a través de un crédito tradicional, que obteniendo recursos a través de las emisiones, esto debido a el gobierno corporativo y a los tramites que se requieren para el ingreso al segundo mercado de valores ya que como tal las Pymes no están interesadas en modificar su funcionamiento por un crédito de baja capitalización.

Adicionalmente y según Juan Sebastián, así el segundo mercado regulatoriamente se encuentre enfocado para que un mayor número de empresas puedan acceder al mercado de capitales, esto en la realidad no se da, ya que generalmente los emisores del segundo mercado son empresas consolidadas y que adicional a esto cuentan con inversores

especializados y específicos; finalmente queda pensar en mercados alternativos ya que la regulación si es bastante exigente en cuanto a la calidad de los emisores.

Por otra parte con la entrevista realizada a Angélica González vicepresidenta de ACOPI, se pretendió mirar la perspectiva de las Pymes hacia el segundo mercado de valores en Colombia; en esta se evidenció la falta de conocimiento que posee en si la agremiación acerca del segundo mercado, ya que según palabras de la representante “el segundo mercado de valores no se asocia directamente a obtención de recursos para micro, pequeñas y medianas empresas” esto representa una gran falencia, ya que si no existe un conocimiento acerca de esta alternativa, la cultura de inversión hacia este tipo de mercados por parte de las Pymes va a ser de mayor complejidad.

En temas de productividad la vicepresidenta considera que debe existir un conocimiento a fondo acerca de la manera en la cual funciona el segundo mercado de valores en Colombia, ya que para esta es de gran preocupación evaluar si realmente dicho mercado se ajusta a las necesidades de las pymes en su conjunto, y si dicho mercado realiza un alcance total para la micro, pequeña y mediana empresa, ya que la participación de la pequeña empresa ha sido casi nula según datos de DECEVAL.

Para Angélica González las mayores consecuencias y/o efectos que podrían presentar las Pymes al incursionar en el segundo mercado de valores estarían relacionados en temas de Gobierno Corporativo, profesionalización de la gestión, innovación, empleo formal y equipos de gestión comprometidos con la transparencia; esto debido a que las pymes aun cuentan con un sistema de obtención de capital tradicional, en el cual su información y su sistema de gestión no se ve tan expuesto como lo estaría a través del segundo mercado de valores; así mismo “para que una empresa invierta en una Pyme se requiere que esta muestre de una manera transparente su situación, y a su vez se requiere que esta mejore sus falencias como son la profesionalización de la gestión, la generación de empleo formal y aquellos aspectos que mejoren la innovación en sus productos y/o servicios esto con el fin de hacer la empresa más atractiva para el inversionista”

Igualmente al preguntarle acerca de los planes o incentivos del Estado para que las Pymes se apalanquen a través del segundo mercado, esta respondió que desde lo que conoce el Estado no ha generado ni planes ni incentivos ni siquiera para dar a conocer dicho mercado, sin embargo asegura que no solo es labor del gobierno si no de diferentes agentes del mercado ya que estos deben de unir esfuerzos para lograr una promoción y un apoyo que logre el objetivo del segundo mercado de valores en Colombia el cual es facilitar el acceso a un número más amplio de empresas que a lo mejor no cumplen con las condiciones para ingresar al mercado principal.

Adicionalmente Angélica González vicepresidenta de ACOPI se pregunta acerca de las ventajas que podrían tener las Pymes al ingresar al segundo mercado de valores en Colombia ya que desde su experiencia y desde la cultura de inversión de las Pymes, esto aún no se contempla, para ella queda mucho camino por recorrer para que este tipo de normativas y de proyectos tengan un alcance efectivo, ya que como lo menciono al iniciar la entrevista lo que conoce acerca de este mercado es muy poco.

Uniendo las dos entrevistas y datos de la revista Coyuntura Pyme No. 43 de octubre de 2013 realizada por la ANIF (ANIF, 2013) la cual brindo un panorama general acerca de la concepción que tienen las Pymes del segundo Mercado y porque estas no se atreven a usar dicha herramienta como medio de obtención de capital; se puede decir que las implicaciones y el limitado uso de las pymes hacia el segundo mercado de valores se encuentran ligadas a una falta de conocimiento y de aprovechamiento al segundo mercado; ya que son las medianas empresas, posicionadas y reconocidas en el mercado, las que acceden a dicho mercado dejando de lado los intereses de las pequeñas empresas.

Igualmente otro limitante podría estar enfocado hacia la información confiable que debían brindar las empresas a entes controladores y en general a los potenciales inversionistas, donde la mayoría de las empresas no están dispuestas a revelar la información requerida o

no lo ven conveniente, sumado a esto, los múltiples costes iniciales que esto genera, y la falta de confianza de los inversionistas hacia este tipo de empresas, y la continuidad en las asimetrías de la información pueden ser factores determinantes que expliquen el limitado uso de las pymes hacia este mercado

Las implicaciones; es decir las consecuencias y/o efectos que podrían asumir las pymes al incursionar al segundo mercado; se podrían sintetizar en temas de estructura de gobierno corporativo, estructura de capital definida, profesionalización de la gestión, generación de empleo formal, cambio en la cultura de inversión e innovación ya que básicamente estas estructuras dentro de una empresa regulan el manejo transparente de la misma y dan cuenta de un manejo eficiente para lograr el interés de inversionistas.

Así mismo y bajo el marco teórico es importante destacar que debe existir un equilibrio entre el costo y los beneficios de la deuda que garanticen la perdurabilidad y el financiamiento a largo plazo de las empresas. Así el marco teórico reafirma y da validez al primer resultado de la presente monografía ya que está enfocado en aquellos factores que inciden en las decisiones de financiamiento de las empresas, llegando a la conclusión que las compañías prefieren autofinanciarse, pero esto se debe a asimetrías en la información; adicionalmente se plantean beneficios tributarios a través de la emisión de bonos; lo que podría representar un incentivo para que las pymes accedan al segundo mercado de valores en Colombia.

Resultado 3

3.3 LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL Y LOS OBSTÁCULOS QUE REFLEJA EL SEGUNDO MERCADO EN EL CONTEXTO COLOMBIANO

Según investigaciones y estadísticas realizadas a nivel mundial, se ha establecido que ocho de cada diez Pymes fracasan en sus primeros cinco años de vida económica (Puello, 2016), siendo uno de los principales factores no contar con medios de financiación viables que les permitan afrontar la demanda de un determinado mercado en condiciones competitivas, sea

éste nacional o internacional. En ese sentido, el estudio de la viabilidad y el atractivo de los Mercados Alternativos Bursátiles para Pymes, es un componente importante dentro del contexto mundial, ya que en un mundo globalizado se observa claras tendencias hacia la internacionalización de los negocios y de los mercados; así como la liberalización del comercio y el intercambio entre grandes bloques económicos y regionales, lo que visto desde diferentes coyunturas económicas podría llegar a ser una fuente sostenible de recursos propios para las Pymes.

A nivel internacional, se han desarrollado estrategias para favorecer la entrada de diversos emisores al mercado de valores. Se destaca el *Alternative Investment Market* (AIM) en Reino Unido, el cual se constituyó como un mercado alternativo de emisión de acciones en 1995 y es hoy en día uno de los mercados accionarios potenciales a nivel mundial dirigido a empresas pequeñas o en crecimiento. Allí, el número de emisores listados pasó de 121 en 1995 a 1.103 en 2014 (Clavijo, 2014). En España, en medio de la crisis fiscal y financiera, se creó el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) en 2009. Actualmente, dicho mercado está compuesto por 24 Pymes emisoras de valores. A nivel latinoamericano, aunque los mercados no han sido tan exitosos como los internacionales, se destaca el caso de Chile, con la Bolsa Emergente, empieza operaciones en 2001 y actualmente cuenta con solo 24 emisores listados. Así mismo, el Bovespa Mais de Brasil, creado en 2006 y dirigido al segmento Pyme, apenas tiene 9 emisores inscritos actualmente, según informe de Deceval (2014).

Para realizar un acercamiento a los casos internacionales más significativos, se describirá a continuación una contextualización de cuatro mercados, dos de ellos en Latinoamérica, que son considerados como potenciales indagando su modelo de mercado, estructuras y financiación a través del mercado accionario, permitiendo conocer la forma como funciona y es controlado, para luego hallar las posibles falencias que enfrenta el segundo mercado colombiano.

Alternative Investment Market (AIM), en Reino Unido, AIM es el mercado de crecimiento más exitoso en el mundo. Desde su lanzamiento en 1995, más de 3.600 empresas de todo el mundo han elegido unirse a AIM, según London Stock Exchange. Considerándose como el “alimento de las empresas del mañana”, AIM contribuye a ayudar a las empresas más pequeñas y en crecimiento aumentando el capital que necesitan para su expansión. Inscribirse en el AIM no incluye requisito de transabilidad en el pasado, patrimonio mínimo, capitalización bursátil mínima, aprobación de accionistas para transacciones, o flotante mínimo. Además, los documentos de inscripción no son analizados por la bolsa o el departamento de inscripciones (UKLA) del FSA.

La Bolsa de Londres AIM opera con un objetivo global de mantener la integridad y la reputación de su mercado de crecimiento. La estructura y las reglas del mercado están diseñados para ser relevante para las empresas en crecimiento y sus inversores. El intercambio compromete la regulación de AIM a través de sus equipos de control y supervisión del mercado alterno. El reglamento de AIM es responsable del cumplimiento por parte de las empresas vinculadas a este mercado, así como de los consejeros acreditados con las normas de AIM y el equipo de supervisión de los mercados que inspecciona el comercio de valores por las firmas miembro que están sujetos a las normas comerciales de la Bolsa de Londres.

Las normas de AIM para empresas y normas de AIM para consejeros acreditados constituyen la base de la regulación de las empresas de AIM y los asesores designados de la Bolsa de Londres. Según la regulación de esta Bolsa, las normas de *Alternative Investment Market*, se encuentran bajo unas funciones reguladoras y legales que son muy similares a las protecciones previstas para las empresas del Mercado y sus inversores. En consecuencia, las competencias de la Bolsa respecto de las sociedades admitidas a AIM se limita al cumplimiento de sus libros de reglas.

La Bolsa de Londres lleva a cabo un papel principal en la regulación de la AIM y trabaja en estrecha colaboración con otros reguladores y los organismos encargados de hacer

cumplir la ley para asegurar que la investigación y la ejecución de los asuntos relativos a la AIM de las empresas, sus directores o de comercio potenciales en valores se lleven a cabo de la mejor manera por la autoridad que tiene la misión más adecuada y poderes de investigación y ejecución. Las actividades del equipo de Reglamento AIM dentro de la Bolsa incluyen según el Libro de Reglas adoptado por este mercado: cuestiones de política y los cambios en los libros de reglas AIM; autorizar y aprobar las empresas para que actúen como asesores designados; proporcionar asesoramiento y orientación a los asesores nombrados sobre la interpretación de las normas de AIM; y proporcionar la supervisión de la actuación de los consejeros designados por sus obligaciones con respecto al intercambio de conformidad con las normas de AIM.

Por otra parte, el equipo de Reglamento AIM compromete investigaciones y considera las medidas disciplinarias en relación con posibles incumplimientos de los libros de reglas por las compañías AIM y / o asesores designados. El reglamento AIM tiene una variedad de sanciones públicas y privadas que son utilizadas en relación con la aplicación de sus normas (London Stock Exchange Rules, 2016).

Todas las censuras públicas se publican y la Bolsa de Londres también publica censuras privadas (anonymising la empresa relevante asesor / nominado) con el propósito de educar al mercado en circunstancias en que la naturaleza de la violación no es suficiente para justificar una censura pública. Esta gama de sanciones permite a London Stock Exchange, aplicar la sanción más adecuada teniendo en cuenta todas las circunstancias y asegurar la consecución de sus objetivos de proporcionar la educación al mercado; así como el cambio en el comportamiento futuro; y disuadir infracciones futuras. Bajo este escenario se evidencia que el Alternative Investment Market en el Reino Unido, posee todo un robustecimiento en el marco normativo, donde se ejercen sanciones estrictas frente a las faltas pero a la vez cuenta con todo un equipo de apoyo a estas empresas que deseen financiar su actividad en este mercado, brindando servicios de asesoramiento y cumplimiento a la normatividad.

Como segundo mercado internacional vinculado a la experiencia de valores para Pymes, que ha logrado un fuerte posicionamiento y una rápida evolución es el Mercado Alterno Bursátil (MaB) en España. El MaB es un mercado orientado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos adaptados a sus características.

El Mercado Alternativo Bursátil MaB, facilita a estas empresas un acceso sencillo y eficiente al mercado de valores. Es una plataforma diseñada para que las pequeñas empresas con proyectos de expansión puedan beneficiarse de las ventajas del mercado: financiación, visibilidad, liquidez, valoración, etc. Además los costes y la regulación del MaB están adaptados a las particulares características de estas empresas (MAB, 2016). Para muchas compañías que alcanzan la dimensión adecuada, el MaB también puede ser una interesante plataforma de aprendizaje para su posterior cotización en la Bolsa.

El MaB ha adaptado todos los procedimientos existentes para que estas empresas puedan cotizar en el mercado, pero sin renunciar a un adecuado nivel de transparencia. Para ello se ha introducido la figura novedosa del “Asesor Registrado”, profesionales especializados para ayudar a las empresas en todo el proceso, desde la incorporación al mercado hasta el día a día de su cotización. Por otra parte, el MaB, amplía el universo de empresas a los inversores. Según la guía de Buenas Prácticas de las entidades emisoras en el mercado alternativo bursátil (2016), esto permite una diversificación de las carteras actuales invirtiendo en nuevas empresas y sectores. Adicionalmente, las entidades emisoras cuentan con un proveedor de liquidez, o intermediario que ayuda a buscar la contrapartida necesaria para que la formación del precio de sus acciones sea lo más eficiente posible, al tiempo que facilita su liquidez.

En efecto, el MaB es un Sistema Multilateral de Negociación cuya regulación está diseñada a la medida de las empresas de pequeño y mediano tamaño, con costes y procesos adaptados a las características de éstas, para facilitarles el acceso a la financiación a través de capital, manteniendo al mismo tiempo unos niveles adecuados de transparencia y de

obligaciones de información que generen la necesaria confianza en los inversores para su participación en el mercado. Como su reglamento indica, el Mercado, sus miembros y entidades participantes están sujetos a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Dentro de la Guía de emisores del MaB (2016), señala que la normativa del MaB se ha diseñado para adaptar las condiciones de acceso a las características de las empresas a las que está orientado, en general de reducida capitalización y alto potencial de crecimiento. Esta flexibilidad no significa que el MaB no cuente con una regulación que tenga en cuenta los intereses del inversor, y facilite unos adecuados estándares de transparencia informativa por parte de las empresas que les permita generar confianza. Todo lo contrario, una de las características diferenciadoras de este mercado es la obligatoriedad que tienen las empresas de contratar los servicios de determinadas entidades especializadas, tanto en asesoramiento como en operativa de mercado para contribuir al equilibrio necesario entre flexibilidad normativa y compromiso con la transparencia. Se evidencia así en este mercado, una fuerte exigencia legal y una obligatoriedad en ciertos aspectos al momento de emitir robusteciendo con buenas prácticas todo el marco normativo.

A nivel latinoamericano se encuentran dos experiencias representativas de la incursión de medianas empresas en el mercado de valores. Una de ellas se encuentra en Chile con la Bolsa Emergente (BE). Bolsa Emergente es una plataforma privada de interacción financiera entre empresas emergentes de alto potencial de crecimiento, fondos de private equity y proyectos de inversión; con inversionistas calificados interesados en invertir en dichos valores.

Bolsa Emergente es un mercado cerrado de valores que opera a través de una plataforma transaccional electrónica en la cual pueden postular las empresas emergentes, fondos y proyectos de inversión que quieran levantar capital accediendo a la red de inversionistas calificados registrados en ésta (Bolsa Emergente, 2016). En esta plataforma, los inversionistas calificados que integren dicha red podrán adquirir los valores ofertados,

contactar directamente a los oferentes, administrar sus portfolios de inversiones, acceder en forma automática a toda la información reportada por la empresa y liquidar los valores adquiridos en el mismo mercado. El proceso de registro permite a los inversionistas conocer las oportunidades de inversión en forma simple y precisa, con costos de transacción sustancialmente bajos, y a las empresas acceder a beneficios reputacionales que van más allá de sus necesidades de financiamiento.

La BE tiene por objeto proveer a las empresas de Chile, las mejores oportunidades de financiamiento, y a los inversionistas las mejores oportunidades de inversión. Donde se espera ser el principal mercado alternativo de financiamiento para el desarrollo de la región, de las empresas emergentes, y de los miles de emprendedores que hacen de la vida un constante proceso de cambio e innovación.

Según el marco normativo establecido por Bolsa Emergente (2016), lo define como un mercado cerrado, regulado contractualmente y por las Normas de Carácter General dictadas por la Superintendencia de Valores y Seguros que regulan la oferta pública de valores eximidos de ser registrados y la oferta privada de valores. Desde la perspectiva interna, Bolsa Emergente y todos quienes operen con y a través de ella deben sujetarse al Reglamento Operativo y a los contratos celebrados con ésta. En caso de ser declarado "elegible", le será enviado el contrato respectivo. A este mercado sólo pueden acceder inversionistas calificados (Normativa Bolsa Emergente, 2016).

El segundo mercado latinoamericano de éxito que ha sido reconocido por su amplio crecimiento en la emisión de títulos para empresas pequeñas y medianas en proceso de crecimiento, es el Bovespa Mais en Brasil, que con el fin de contribuir al desarrollo del mercado de valores de Brasil, la BM & FBOVESPA crearon el Bovespa Mais. Este mercado es ideal para las empresas que desean acceder al mercado poco a poco, teniendo como objetivo este segmento fomentar el crecimiento de las pequeñas y medianas empresas a través del mercado de capitales. Así esta estrategia de acceso gradual le permite a la empresa preparar apropiadamente, la aplicación de altos estándares de gobierno

corporativo y la transparencia en el mercado, y al mismo tiempo pone el mercado al descubierto, aumentando su visibilidad a los inversores (BM&FBovespa, 2016).

El Bovespa Mais, permite la realización de financiación más baja en comparación con el mercado, pero suficiente para financiar el plan de crecimiento. Las empresas que cotizan en Bovespa Mais tienden a atraer a los inversores que ven un potencial de crecimiento más fuerte en el negocio. Las ofertas de valores pueden ser diseñadas para los inversores y usualmente tienen perspectivas de rendimiento a mediano y largo plazo. Este segmento permite a las empresas hacer una lista sin suministro, y se puede inscribir en la bolsa, teniendo hasta 7 años para llevar a cabo la oferta pública inicial según informe de regulación de Bm&FBovespa (2016). Esta posibilidad es ideal para empresas que desean acceder al mercado poco a poco, de igual manera se trabaja en la profesionalización del negocio sólo con miras a cotización y luego de tener más tiempo, podría llevarse a cabo una oferta pública de acciones. De igual manera, el acceso al mercado tiende a ser más tranquilo, se puede lograr una desvinculación de un momento a otro, y el nivel de preparación de la empresa logra ser más alto.

Las empresas que cotizan en Bovespa Mais cuentan con ciertos beneficios tributarios entre los que se encuentra la exención de la tasa de examen para los emisores de la lista (se cobra por la Bolsa de cotización de las empresas) y se baja la anualidad regresiva, que durante el primer año se reduce al 100%. De igual forma la bolsa tiene un equipo centrado en empresas de servicios, conformada por profesionales capacitados para proporcionar información sobre las cuestiones relacionadas con la oferta pública de valores respetando al mismo tiempo las particularidades de cada empresa y contribuyendo al proceso de adquisición de capital, transcurriendo rápidamente y sin inconvenientes.

Todos los segmentos que componen este mercado están obligados por las rígidas reglas de gobierno corporativo a cumplir los requerimientos. Estas normas van más allá de las obligaciones que las empresas deben cumplir, que son regidas bajo acuerdo de la ley brasileña de Sociedades (Lei das S.As.) y están destinadas a mejorar la evaluación de

aquellos que deciden unirse a uno de estos segmentos de forma voluntaria. Para Rincón (2008), dichas normas atraen a los inversores, para garantizar los derechos y garantías de los accionistas, así como la difusión de una información más completa para los controladores, directivos de empresas y agentes del mercado, reduciendo el riesgo.

Hasta aquí se evidencia un poco el funcionamiento del mercado bursátil internacional para pymes, donde cada uno de los cuatro mercados más representativos, mencionados anteriormente, cuenta con estructuras sólidas y estrategias diseñadas que responden a necesidades específicas de las empresas, donde el éxito del desarrollo de estos mercados se hace incuestionable en la fuerte exigencia de la normatividad en cada uno de estos países y su aplicabilidad transparente en cada una de las áreas.

Así los países que muestran un mayor crecimiento en lo que respecta a la utilización de la titularización, puede ser explicado por la mejora en las condiciones macroeconómicas, la gestión fiscal y monetaria, y nuevos marcos de titularización. En el caso de Brasil la introducción de los FIDCs, que son mecanismos de financiación de bajo costo que están blindados en contra de las quiebras y ofrecen a las empresas una alternativa al crédito tradicional, ha propiciado el reciente crecimiento. Para Scatigna y Tovar (2007), otros de los instrumentos que tienen gran acogida en este país son los títulos respaldados por hipotecas residenciales (RMB) y por hipotecas comerciales (CMBS), pero son los Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) respaldado por bienes inmuebles y emitidos por sociedad titularización los que dominan el mercado.

Tal y como lo evidencia la teoría del equilibrio estático (Trade-off), desarrollada en esta investigación, la mezcla de financiamiento de deuda y capital proporciona una rentabilidad financiera favorable para las Pymes, viéndose necesario que las empresas se financien a través de un punto de deuda óptima, donde los costos marginales de esta iguala los beneficios, maximizando el valor de la empresa. A través de la financiación con titularización las empresas logran ser beneficiadas con la omisión de tasas impositivas y reducciones fiscales. Así, el beneficio impositivo de la deuda nace de una reducción en el

monto de impuestos a pagar a nivel corporativo dado que los intereses son deducibles de los impuestos corporativos, lo cual favorece la rentabilidad financiera, que es el principal argumento de esta teoría. La estructura financiera corporativa queda así ligada a las ventajas fiscales y al riesgo financiero. A medida que la empresa va aumentando el uso de la deuda, incrementan los beneficios procedentes de la deducción impositiva de los intereses, pero van aumentando, también, las obligaciones de pago de la deuda, y con ello, los costes de las dificultades financieras.

Por otro lado, realizando la revisión internacional y frente a lo que refiere al Segundo Mercado en Colombia resulta necesario robustecer no solo políticas internas de las empresas que se vinculen a la emisión, si no fortalecer todo el marco normativo, que permita generar una amplia variedad de alternativas de financiación y de incursión en este nuevo mercado, donde estos diferentes instrumentos sean impulsados por una participación más activa de actores involucrados como el Gobierno Nacional, Superintendencias, Bolsa de Valores, Empresas clasificadoras de riesgo, Inversionistas institucionales, Sociedades administradoras de Fondos, etc., que son mecanismos que se intensifican cada vez más en el contexto internacional.

También se hace importante que se mejoren las políticas internas en cuanto a la divulgación de información y preparación a lo que refiere el Segundo Mercado, ya que los empresarios colombianos desconocen la totalidad de las normas que rigen el mercado público de valores, temiendo perder el control accionario de sus empresas, así como previenen suministro público de información contable y confunden la imagen que pretende darle la Superintendencia de Valores a los trámites de emisión con preferencias específicas. Por otro lado, es evidente que los empresarios no han abandonado del todo la costumbre, ya tradicional, de utilizar las mismas fuentes de financiación: crédito bancario, capitalización de accionistas, operaciones triangulares (préstamos entre empresas) y sobregiros bancarios, visto esto como una barrera para que el Segundo Mercado pueda convertirse en el mejor aliado de financiación para las empresas.

Igualmente es importante tener en cuenta que una de las principales barreras de entrada que impiden el acceso de las Pymes al segundo mercado son los costos previos que para estos efectos debe asumir el empresario, es necesario fomentar mecanismos que viabilicen la generación de recursos para sufragar dichos costos. Para estos efectos, la creación de fondos de capital de riesgo orientados estrictamente hacia las Pymes, y cuyo objetivo sea asumir parte de los costos a los que se enfrenta un pequeño y mediano emisor es una alternativa para lograr una mayor profundización del segundo mercado.

Otros aspectos respecto de los cuales se requiere adelantar esfuerzos adicionales son los relativos a la sensibilización y el desarrollo de instrumentos de divulgación y de promoción del mercado de valores. A este respecto, el Informe semestral del progreso del Convenio a diciembre de 2009 elaborado por el equipo de Colombia Capital, reconoce que la consecución de nuevos emisores, es una labor dispendiosa y de mucho esfuerzo, debido, entre otros aspectos, al desconocimiento sobre los beneficios de financiarse a través del mercado público de valores. De ahí la importancia de que una parte importante del presupuesto del programa (Colombia Capital) se destine prioritariamente a la sensibilización y capacitación de los emisores y al desarrollo de instrumentos de divulgación y promoción del Segundo Mercado.

Por otro lado, teniendo en cuenta las múltiples variables a las que se encuentra supeditada una emisión como la clase de título, negociabilidad y demanda de los inversionistas por el valor emitido, entre otras y la imposibilidad de predecir con certeza sus resultados; para efectos de que el empresario tome la decisión de emitir, es indispensable que la Guía del Segundo Mercado incluya en sus contenidos disposiciones encaminadas a poner en conocimiento del potencial emisor: (i) las ventajas comparativas de financiarse a través del mercado público de valores respecto de las alternativas de financiación; (ii) las distintas clases de títulos que pueden emitirse y sus riesgos y ventajas comparativas frente a otro tipo de instrumentos y (iii) las experiencias exitosas que a nivel nacional e internacional han tenido empresarios que han acudido al mercado de valores, por ejemplo las emisiones realizadas en el marco del Programa Colombia Capital.

Es así como el empresario colombiano necesita razones concretas que le permitan percibir al mercado de valores como una alternativa real de financiación y no como un universo totalmente desconocido y sea accesible única y exclusivamente para los grandes empresarios; de ahí el papel fundamental que debe asumir esta guía del Segundo Mercado en cuanto a la sensibilización del pequeño y mediano empresario respecto de este mercado.

Resultado 4

3.4 VENTAJAS EN EL IMPULSO DEL SEGUNDO MERCADO EN COLOMBIA

Es importante resalta que para la economía colombiana surge la necesidad de realizar esfuerzos concretos encaminados a la profundización del segundo mercado y en particular hacia la participación de las Pymes en dicho mercado. Esto se argumenta bajo la contribución que el desarrollo del mercado de valores trae en cuanto al crecimiento y estabilidad de una economía, y en particular en las ventajas de acudir al mercado de valores frente a otras alternativas de financiación (Pomerleano, 2002).

Realizando un recuento por los países donde se ha creado un mercado bursátil exclusivo para Pymes, que han logrado una evolución y representación importante, así como el estudio de caso realizado a Bancamía en la incursión al segundo mercado, se pudo evidenciar que los mercados lograron significativos avances que tuvieron impacto tanto a nivel interno y estructuración de la empresa, así como un desarrollo importante para la economía del país, convirtiéndose en un impulso sustancial para dichos mercados.

Considerándose bajo este escenario las siguientes ventajas de acudir al Segundo Mercado de valores que se pudo evidenciar con los referentes bibliográficos y el estudio de caso expuesto:

Según informe de autorregulación del mercado de valores publicado por ABC del inversionista (2.009), se alcanzaría la reducción de la vulnerabilidad financiera de las empresas la cual se logra incrementando su acceso al mercado de valores y reduciendo su dependencia a en la deuda de corto plazo de los bancos. Las empresas así al acudir al

Segundo Mercado que a diferencia del mercado principal de valores donde los títulos pueden fluctuar y presentar comportamientos inesperados, con la inserción en este segundo mercado, los títulos se verán muy poco afectados por la información macroeconómica, donde lo que realmente interesa es obtener la información confiable de los emisores, así las empresas entrarían a emitir en un mercado que les garantiza estabilidad y fortalecimiento en la base de la fuente de sus recursos, reduciendo de esta manera la deuda tradicional bancaria que solo ofrece inestabilidad, altos costos y baja rentabilidad.

Otra importante ventaja que tendrían las empresas al emitir en este mercado, es la asignación a bajo costo de los recursos para la financiación de empresas del sector productivo canalizando en forma eficiente el ahorro hacia la inversión. Las empresas al financiarse con fuentes tradicionales, asumen costos demasiado elevados, donde los efectos repercuten en el corto plazo, ya que al constituirse con capitales de trabajo muy reducidos, conlleva a que se acabe sus recursos financieros. Con la entrada al segundo mercado de valores, habría reducción de costos y más que una fuente de financiación sería una fuente de inversión. Así, basados en el concepto de Zuluaga (2.014) las empresas entrarían a dinamizar y activar los recursos financieros, permitiendo que la base financiera se estabilice y los mismos recursos entren en un proceso cíclico de inversión, donde arroje significativas rentabilidades con dicha emisión. Esto aunado a la posibilidad de que los ahorradores que cuentan con excedentes de liquidez puedan participar en la financiación de proyectos de mediano y de largo plazo de la economía. A través de la transformación de los plazos del ahorro y la inversión, se transforman los recursos de corto plazo en capital de largo plazo.

De igual manera, la capitalización que obtiene la compañía resulta ser otra destacable ventaja. A través de una emisión de acciones, el empresario emisor vincula a nuevos accionistas, capitalizando así la compañía sin incurrir en gastos financieros. Adicionalmente, a través de la emisión de acciones con dividendo mínimo preferencial y sin derecho a votos, el empresario puede conservar el control y poder de decisión de su empresa, otorgando a cambio un dividendo mínimo a los accionistas/inversionistas

(Tamayo, 2001). El emisor de igual forma, tiene la opción de diseñar las fuentes de los recursos financieros de acuerdo con las necesidades específicas que la empresa requiera, así se encontrara facultado para definir términos de la titularización, así como las condiciones en que obtendrá los recursos financieros, tasas de interés, amortización y plazos establecidos, sin nunca perder el control de la empresa.

Esta capitalización permitirá a la vez el otorgamiento de liquidez a los activos a través de la estructuración de los procesos de titularización. En tanto los recursos se empiezan a dinamizar a tasas más favorables para el empresario, contando siempre con asesoría pertinente en cada emisión que realice la empresa, aumentando la expectativa de producir mayores rentabilidades que las logradas en el mercado de crédito. Bajo este escenario, es también importante resaltar que la vinculación al Segundo Mercado se consolida como una excelente oportunidad para la empresa en la proyección de la imagen corporativa, dado que a través del mercado público de valores el empresario puede dar a conocer la posición y oportunidades de inversión que representa su empresa para los inversionistas interesados, concediéndose como el paso necesario para que una empresa pueda entrar al mercado principal de valores. Así cuando un inversionista haya adquirido títulos de la empresa que logre llegar hasta el mercado principal de valores, habrá realizado una de sus mejores inversiones y entrará con más confianza a invertir en el mercado principal.

Por otro lado, es importante señalar que al consolidarse el mercado de valores como un reactivador para las empresas Pyme y por tanto para la economía, se lograría incentivar un poco la competencia entre las diferentes alternativas de financiación que ofrece el mercado tradicional, que resultan poco favorables para las pymes, que son el motor de la economía del país. Con este impulso se lograría propiciar el ofrecimiento de condiciones favorables para los emisores empresarios, contando con todo un portafolio de oportunidades de financiación, a tasas y plazos más cómodos y sin restricciones de cualquier tipo, significando otra importante ventaja dentro del impulso del Segundo Mercado.

Igualmente y bajo el marco teórico de la presente investigación, es propicio recordar que en condiciones de mercado reales como es el caso colombiano en donde existen impuestos, asimetrías de información, entre otros; la estructura de capital de la empresa si afecta su valor, es importante partir del hecho de que las empresas al realizar emisiones de bonos podrían obtener beneficios fiscales ya que los intereses pagados sobre la deuda son deducibles de impuestos (Herczeg, 2014). Bajo este panorama podrían existir beneficios tributarios los cuales se convertirían en incentivos, que deben estar guiados gubernamentalmente para lograr atraer a un grupo más amplio de posibles emisores.

Adicionalmente el efecto que tiene sobre los flujos de caja acudir al crédito bancario frente a la alternativa del mercado de capitales está a la vista. Una financiación a través del mecanismo tradicional le significaría a una empresa un desembolso mensual de 47 millones de pesos para un crédito de 1.000 millones de pesos a tres años; en contraste, la misma operación en el mercado bursátil, no solamente cuesta menos, sino que la amortización a capital se hace a la redención del documento, el desembolso es inferior en 12 millones de pesos y existe la posibilidad de extender el plazo de los bonos (El tiempo, 2016)

Se hace evidente con las anteriores ventajas, el impacto favorable que el Segundo Mercado de valores tendría frente al desarrollo de la economía colombiana. Se vinculan temas no solo de estabilidad económica sino se convierte en todo un sistema de transparencia, equilibrio, dinamismo y competencia que ha sido puesto de lado, en gran parte por el desconocimiento de muchas empresas pyme colombianas y por la falta de incentivos que el gobierno no proporciona de manera eficaz. Si bien las estadísticas del desarrollo del sector financiero muestran, la amplia dependencia que las empresas tienen del sector bancario y poco en el mercado de valores, es indispensable que se realice un llamado urgente a las nuevas alternativas que ofrece el mercado, ya que de continuar con financiación tradicional, puede traducirse en altos grados de apalancamiento y bajas rentabilidades con repercusiones en el largo plazo.

CONCLUSIONES

La normativa que regula el segundo mercado de valores en Colombia se modificó con el objetivo de facilitar el acceso al mercado de valores para un número más amplio y diversificado de emisores, sin embargo y a través de la evidencia presentada a lo largo de la presente monografía se demostró que este objetivo no se logró, especialmente para las pequeñas y medianas empresas en donde la participación ha sido casi nula; así pues se logró identificar que esto se debe a que el Segundo Mercado de Valores desvía un poco el concepto de Pyme, enfocándose a grandes empresas que por el total de sus activos representan confianza para los inversores ya que para las pequeñas y medianas empresas el costo inicial de inscripción, la formalización de la gestión, y la transparencia de información que se requiere para ingresar al segundo mercado, se convierten en un tema difícil para las mismas; llegando así a la conclusión de que cómo tal el decreto no se ajusta a las necesidades específicas de las Pymes en su conjunto por las razones anteriormente expuestas.

Sin embargo las empresas que han incursionado en el segundo mercado de valores, que en su mayoría han sido grandes, si han representado ventajas en temas de reducción de la vulnerabilidad financiera de las mismas la cual se logra incrementando su acceso al mercado de valores y reduciendo su dependencia a en la deuda de corto plazo de los bancos, adicionalmente y a través del estudio de caso realizado a Bancamía se identificaron ventajas en temas de posicionamiento de gestión permitiéndole a la corporación consolidarse como un banco con sentido social que busca apoyar el desarrollo productivo de los emprendedores en la base de la pirámide económica, otra ventaja que logro Bancamía a través de la incursión en el segundo mercado fue la obtención de relaciones estratégicas que le permitió contar más que con un mecanismo de financiamiento con una inversión de largo plazo. Así mismo se evidencia que Bancamía logra solidificar su estructura financiera con la entrada al Segundo Mercado en el 2014, aumentando sus ingresos y total de activos de forma significativa para este año.

Adicionalmente es importante resaltar que las pymes en Colombia aun cuentan con una cultura de financiamiento tradicional por lo que se hace necesario que los diferentes agentes económicos del mercado unan esfuerzos, ya que a través de las entrevistas realizadas a Juan Sebastián Castro; profesional emisor de la BVC y Angélica González, Vicepresidenta de ACOPI existen varias falencias en temas de promoción, de incentivos gubernamentales y de que como tal los diferentes agentes conozcan el funcionamiento del segundo mercado de valores, para ellos es importante la unión de esfuerzos ya que de esta forma, el segundo mercado de valores podría cobrar relevancia, contando con más alternativas de inversión, así como un incremento en el acceso al mercado de capitales por parte de un grupo de emisores diversificado.

Frente a los requerimientos de información y los estándares de control interno que deben cumplir los emisores del segundo mercado, debe tenerse en cuenta que en la práctica, los costos relacionados con su cumplimiento pueden convertirse en una barrera de entrada para la participación de las Pymes en el segundo mercado. De ahí que sea necesario evaluar su razonabilidad con miras a preservar la transparencia de la información en el mercado, sin hacer que la participación de los pequeños y medianos empresarios como emisores del segundo mercado sea insostenible.

Finalmente y a través de la revisión internacional se destacan los mercados alternativos bursátiles que se diferencian o poseen una ventaja en cuanto a que estos son mecanismos creados a partir de las necesidades específicas de las pymes, logrando así herramientas eficientes para estos agentes económicos encaminadas a dar una inclusión real en el mercado de capitales; dichos países han logrado el desarrollo de estos esquemas, sirviendo así de ejemplo para el caso colombiano en donde esto podría representar una opción viable para que realmente las pequeñas y medianas empresas cuenten con alternativas de financiamiento eficientes y encaminadas a sus necesidades específicas.

Referencias Bibliográficas

- ANIF. (2013). Revista Coyuntura pyme N° 43. Revista Coyuntura. Autorregulador del Mercado de Valores. ABC del inversionista. 2009. Bogotá: documento recuperado en: http://www.valoresbancolombia.com/valoresBancolombia/formatosPDF/ABCInversionista_Enero2009.pdf. p. 3. 20 de mayo de 2016.
- Bancamía, recuperado de <https://www.bancamia.com.co/sobre-nosotros>, 03 de mayo de 2016.
- Bancamia. (06 de Junio de 2016). Bancamia. Obtenido de <https://www.bancamia.com.co/sala-de-prensa/detalle/bancamia-emite-bonos-por-84-000-millones-para-impulsar-las-microfinanzas-en-colombia-8ea>
- Barona, B., Gomez, A., & Torres, J. H. (2006). la financiación de nuevas empresas en colombia, las experiencias y opiniones de una muestra de gerentes bancarios. cali.
- Baptista, P. (1991), Work and community variables as sources of variation in class imagery. Disertación doctoral no publicada, Michigao State University, East Lansing.
- Benavente, J. M., Galetovic, A., & Sanchueza, R. (2005). La dinámica industrial y la financiación de las pymes. 217-254.
- Bm&fBovespa, recuperado de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/bovespa-mais/, 16 de mayo de 2016.
- Bm&fBovespa, recuperado de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-e-manuais/, 16 de mayo de 2016.
- Bolsa Emergente, recuperado de <http://www.bolsaemergente.com/nosotros/>, 15 de mayo de 2016.
- Bolsa Emergente, recuperado de <http://www.bolsaemergente.com/normativa/>, 15 de mayo de 2016.
- Clavijo, S. (2014). Enfoque Mercado de Capitales. Bogotá.
- Colby, B. N. (1996). Cognitive anthropology. En D. Levinson D. y M. Ember M. (Eds.). Encyclopedia of Cultural Anthropology (pp. 209-215). Nueva York: Henry Holt.
- Corbetta, P. (2003). Metodología y técnicas de investigación Madrid: McGraw-HillInteramericana.
- Creswell, J. (2005). Educational research: Planning, conducting, and evaluating quantitative and qualitative Research (2a. ed.). Upper Saddle River: Pearson Education Inc.
- DANE. (2014). Metodologia Informalidad, Gran encuesta integrada de Hogares. Bogota: DANE.
- DANE. (2015). Cuentas Trimestrales- Colombia Producto Interno Bruto. Bogota.
- Deceval. (2014). El segundo mercado de valores y su regulacion. Bogota: Deceval.

- Erickson, F. (1986). Qualitative methods in research on teaching. En M. C. Wittrock (Ed.). Handbook of research on teaching (3a. ed., pp. 119-161). Nueva York: Macmillan Publishing Company.
- El tiempo. (10 de junio de 2016). Las ventajas del segundo mercado. El tiempo
- Fandiño, R. B. (2007). Concentración y competencia en el Sistema Financiero Crediticio Colombiano en la Última Década. Bogotá: Banco de la República.
- Gonzalez, A. C. (2014). La titularización en el mercado pyme colombiano .
- Guía de Buenas Prácticas de las entidades emisoras en el mercado alterno bursátil, Mercado Alterno Bursátil, 2016.
- Herczeg, A. (2014). SUMMARY OF THEORIES IN CAPITAL STRUCTURE DECISIONS. Annals of the University of Oradea, 912-918.
- Hurtado, J. (2000). Metodología de la investigación holística (2a. ed.). Caracas: SYPAL.
- Iglesias, J. P. (2013). Rentabilidad. Estrategia-Finanzas.
- Investor Relation Colombia. (2011). El mercado de capitales en Colombia. Bogotá: IRC. La República, recuperado de http://www.larepublica.co/bancam%C3%ADa-tuvo-una-emisi%C3%B3n-%07de-bonos-por-100000-millones_207186, 15 de mayo de 2016.
- King y Levine. (1993). El sector financiero de cara al siglo xxi. Bogotá: ANIF, 2002.
- Lewis. (1954). El sector financiero de cara al siglo xxi. Bogotá: ANIF, 2002.
- London Stock Exchange, recuperado de <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>, 15 de mayo de 2016.
- London Stock Exchange, recuperado de <http://www.londonstockexchange.com/traders-and-brokers/rules-regulations/rules-regulations.htm>, 15 de mayo de 2016.
- Macias, S. (2008). Pymes: una visión estratégica para el desarrollo económico y social.
- Mazzei, R. (2012). Activos Financieros. Finanzas.
- Mercado Alterno Bursátil, recuperado de: <https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/Home.aspx>, 20 de mayo de 2016.
- Myers, & Majluf. (1984). Corporate Financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, En Myers, & Majluf. Journal of Financial Economics,.
- Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. The Journal of Finance,.
- Mundo, Empresarial (2014). El ABC de la economía.
- Patton, M. Q. (1980). Qualitative evaluation methods. Londres: Sage Publications.
- Pomerleano, J. C. (2002). The development and regulation of non-bank financial institutions. Washington

Portafolio, recuperado de <http://www.portafolio.co/negocios/empresas/bancamia-presento-emprendedores-escasos-recursos-reina-letizia-493393>, 10 de mayo de 2016.

Quarterly, J. o. (2012). The Pecking Order Theory and the Static Trade Off Theory:.
Journal of Business Studies Quarterly, 1-14.

Rincón Cuellar, Yumay. Novo mercado y Bovespa Mais: casos de éxito en Brasil. Recuperado de:
<http://www.capitales.com/rss/noticia.php?id=30954>, 23 de mayo de 2016.

Sampieri H. Roberto (2006). Metodología de la investigación. Ciudad México. Ed. McGraw-Hill
Scatigna, Michela y Tovar, Camilo E. Titularización en América Latina. Informe trimestral del
BPI. Septiembre 2007

Superfinanciera. (2015). Sistema financiero colombiano en cifras. Bogota.

Tamayo, N. R. (2001). Regulación jurídica de la inversión extranjera de portafolio. Bogotá.

Tremblay y Perrier (2006). Les Méthodes D'Investigation. Les Editions de la Cheneliere Inc.

ANEXOS

BALANCE GENERAL COMPARATIVO 2.013-2.014

ANEXO 1

	2013	2014	2014 (US \$)	Variación (COP\$)	Variación (%)	
Activos	Liquidez	160.659	225.755	94	65,097	40,5%
	Cartera Neta	982.482	1.040.688	435	58.206	5,9%
	Cartera Bruta	1.007.987	1.074.417	449	66.430	6,6%
	Cartera Empleados	2.015	2.369	1	353	17,5%
	Interés	20.414	21.269	9	854	4,2%
	Provisiones	-47.935	-57.367	-24	-9.432	19,7%
	Demás Activos	115.502	133.067	56	17.565	15,2%
	Total Activos	1.258.643	1.399.510	585	140.867	11,2%
Pasivos y patrimonio	Recursos de Clientes	338.191	436.327	182	98.136	29,0%
	Depósitos de Ahorro	64.855	76.465	32	11.610	17,9%
	Depósitos a Término	273.336	359.861	150	86.526	31,7%
	Bonos	100.000	100.000	42	-	0,0%
	Bancos	411.612	416.058	174	4.446	1,1%
	Demás Pasivos	84.948	87.726	37	2.778	3,3%
	Total Pasivos	934.750	1.040.110	435	105.360	11,3%
	Total Patrimonio	323.892	359.400	150	35.507	11,0%
	Total Pasivo y Patrimonio	1.258.643	1.399.510	585	140.867	11,2%

(Cifras expresadas en Millones de COP\$ y US\$)

FUENTE: BANCAMÍA

ANEXO 2

BALANCE GENERAL COMPARATIVO 2.014-2.015

BALANCE GENERAL BANCAMIA				
(Cifras expresadas en millones de pesos)				
ACTIVOS	dic-15	dic-14	Variación Absoluta	Varación Relativa
Efectivos y equivalentes de Efectivo	\$133.676	\$129.714	\$3.962	3,05%
Operaciones de Mercado Monetario	\$59.026	\$81.500	-\$22.474	-27,58%
Inversiones	\$12.122	\$14.510	-\$2.388	-16,46%
Cartera de Credito y operaciones de Leasing Financiero	\$1.044.900	\$1.019.052	\$25.848	2,54%
Cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar	\$40.372	\$34.292	\$6.080	17,73%
Gastos pagados por anticipado	\$832	\$363	\$469	129,20%
Activos materiales	\$68.987	\$53.283	\$15.704	29,47%
Activos por impuestos corrientes	\$23.242	\$18.403	\$4.839	26,29%
Activos por impuesto diferidos diferidos	\$5.408	\$5.103	\$305	5,98%
Otras intangibles distintos a Plusvalia	\$28.701	\$11.976	\$16.725	139,65%
Plusvalia	\$31.314	\$31.314	\$0	0,00%
Total Activos	\$1.448.580	\$1.399.510	\$49.070	3,51%
PASIVOS				
Depositos y Exigibilidades	\$444.723	\$437.367	\$7.356	1,68%
Certificados de Deposito a Termino	\$0	\$359.861	-\$359.861	-100,00%
Depositos de Ahorro	\$0	\$76.465	-\$76.465	-100,00%
Certificados de Ahorro de Valor Constante	\$99.015	\$0	\$99.015	
Exigibilidades por Servicios Bancarios	\$0	\$1.041	-\$1.041	-100,00%
Fondos Interb. Comprados y Pactos de	\$19.374	\$0	\$19.374	
Creditos de Bancos y otras Obligac.	\$529.652	\$416.058	\$113.594	27,30%
Cuentas por Pagar	\$87.781	\$56.762	\$31.019	54,65%
Titulos de Inversion en Circulacion	\$0	\$100.000	-\$100.000	-100,00%
Otros Pasivos	\$16.306	\$20.627	-\$4.321	-20,95%
Pasivos Estimados y Provisiones	\$6.644	\$9.296	-\$2.652	-28,53%
Bonos Obligat. Convertibles en Acciones	\$863	\$0	\$863	
TOTAL PASIVO	\$1.105.343	\$1.040.110	\$65.233	6,27%
Capital Social	\$174.015	\$186.042	-\$12.027	-6,46%
Reservas	\$127.033	\$112.300	\$14.733	13,12%
Superavit	\$0	\$10.905	-\$10.905	-100,00%
Resultados Ejercicio	\$0	\$50.152	-\$50.152	-100,00%
Patrimonio Secciones Especiales	\$31.468	\$0	\$31.468	
TOTAL PATRIMONIO	\$343.237	\$359.400	-\$16.163	-4,50%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	\$1.448.580	\$1.399.510	\$49.070	3,51%

FUENTE: Elaboración Propia. Datos tomados de Bancamia y Superintendencia Financiera

ANEXO 3

ESTADO DE RESULTADOS COMPARATIVO 2014-2015

ESTADO DE RESULTADOS BANCAMIA				
(Cifras expresadas en millones de pesos)				
	dic-15	dic-14	Variación Absoluta	Varación Relativa
Ingresos Actividades Ordinarias	\$405.428	\$388.117	\$17.311	4,46%
Otros Ingresos	\$3.573	\$3.630	-\$57	-1,57%
Gastos por beneficio a empleados	-\$118.274	-\$102.749	-\$15.525	15,11%
Gastos por provisiones	-\$93.621	-\$87.465	-\$6.156	7,04%
Gasto por depreciación y amortización	-\$9.359	-\$11.804	\$2.445	-20,71%
Revisión de pérdidas por deterioro de Valor	\$35.667	\$23.039	\$12.628	54,81%
Otros gastos	-\$102.095	-\$85.348	-\$16.747	19,62%
GANANCIA POR ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	\$121.319	\$127.420	-\$6.101	-4,79%
Perdidas de la posición monetaria	-\$39	-\$38	-\$1	2,63%
Ingresos Financieros	\$4.502	\$3.030	\$1.472	48,58%
Costos Financieros	-\$29.842	-\$25.201	-\$4.641	18,42%
Intereses Créditos Bancarios y oblig. Financieras	\$28.022	\$26.095	\$1.927	7,38%
Intereses Emisión de Bonos Segundo Mercado	-	\$48		
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO DE RENTA	\$67.918	\$79.068	-\$11.150	-14,10%
Menos gastos por impuesto de renta:				
Corriente	\$29.754	\$28.696	\$1.058	3,69%
Diferido	-\$1.837	\$2.418	-\$4.255	-175,97%
Total	\$27.917	\$31.114	-\$3.197	-10,28%
UTILIDAD DEL AÑO	\$40.001	\$47.954	-\$7.953	-16,58%
OTRO RESULTADO INTEGRAL				
Valorización Inversiones	\$51	\$28	\$23	82,14%
Gnancia por revaluación de propiedad, planta y equipo	\$10.670	\$9.153	\$1.517	16,57%
Otro resultado integral del año, neto de impuestos	\$10.721	\$9.151	\$1.570	17,16%
Total resultado integral del año	\$50.722	\$57.105	-\$6.383	-11,18%

FUENTE: Elaboración Propia. Datos tomados de Bancamia y Superintendencia Financiera

ENTREVISTA 1

Juan Sebastián Castro Estévez

Profesional Comercial de Emisores



Aclaración: Las respuestas son opinión de Juan Sebastián Castro, en ningún caso son declaraciones de la BVC

1. A manera general de qué forma funciona el segundo mercado de valores en Colombia, desde su experiencia podría contarnos acerca de un caso y las ventajas o implicaciones que puede llegar a tener una empresa al incursionar en dicho mercado.

El Segundo mercado es un mercado orientado a inversionistas profesionales, solo puede ser tenedor de títulos un inversionista profesional, ya hay que entrar a mirar que es un inversionista profesional de acuerdo con la legislación colombiana que eso básicamente implica cierto grado de inversión y cierto grado de periodicidad. Básicamente cómo funciona el segundo mercado es una rueda de negociación de renta fija en la cual se pueden entrar a negociar títulos de igual manera que en el mercado principal a diferencia de las restricciones de entrada para los miembros que hagan parte de este segundo mercado.

Un caso es Bancamia el cual realizó una emisión de bonos del segundo mercado, este ya tenía todos los comparadores de los bonos que iba a emitir, es decir, ellos fueron buscaron sus compradores y en este momento nadie sabe quiénes son y ellos de manera privada hicieron esa venta.

2. ¿Cuáles considera son las causas del limitado acceso de las pymes al segundo mercado de valores?

Las pymes cuentan con dificultades para acceder a estos mercados no solo a nivel nacional, esto sucede a nivel mundial porque si tu miras los requisitos tanto en la bolsa de valores de Colombia como en la superintendencia financiera de publicación de información, de tamaño de la empresa; de todo este tipo de cosas se necesita una estructura, un gobierno corporativo que pueda regirse dentro de la empresa y que pueda dar transparencia, seguridad y tranquilidad a los inversionistas, una pyme con una capital inferior a 7000 millones, que es lo que establece la bolsa para la emisión de

títulos; si bien bajo estudio se puede validar su acceso, generalmente estas no cuentan con una estructura de gobierno corporativo, no tienen una estructura de capital definida y no tienen unos órganos de administración como son una junta directiva, un comité de auditoría que básicamente regulan el manejo transparente de una empresa, adicionalmente estas requieren de un grado de consolidación el cual les permita lograr ese aval y ser atractivo para un inversionista, porque una pyme puede realizar la emisión de unos bonos pero igual si es una empresa dirigida por el papa, el tío, el primo...; esto no va a ser atractivo para los inversionistas.

3. ¿Qué ventajas tienen las pymes al incursionar en el segundo mercado de valores como fuente de financiamiento frente a un crédito tradicional?

Existen beneficios regulatorios, de procedimiento tanto en la superintendencia financiera como en la bolsa, como en el depósito central de valores que son los tres entes más importantes en cuanto a lo que tiene que ver con la emisión de títulos acá en Colombia. En la superintendencia financiera se le efectúan ciertos procedimientos, se les facilitan ciertas cosas también, como el segundo mercado es especializado para inversionistas profesionales entonces también se efectúan ciertos requisitos de publicación de información, por ejemplo si tú vas a ver un prospecto de una emisión de bonos en el mercado principal la información tiene que estar tanto en la página de la bolsa, como en la página de la superintendencia financiera, como en la página del emisor; en cambio si estás en una emisión de bonos a través del segundo mercado tu no necesariamente puedes ver el prospecto en ninguno de esos tres lados porque no es obligatorio regulatoriamente. Por tal razón existen beneficios de procedimientos, en cuanto a publicación de información y de privacidad en cuanto a lo que es la estrategia de la empresa, que no es necesaria que sea divulgada tan públicamente como en el mercado principal, ayuda mucho, pues normalmente esto implica que los inversores del segundo mercado sean más especializados y entrenados.

4. Que obstáculos o implicaciones podrían enfrentar las pymes al incursionar en el segundo mercado de valores

La calidad de los emisores y de los inversionistas es muy importante para la BVC, es por esto que las pymes podrían representar obstáculos en temas de:

- Asimetrías de información.
- Sistema de financiación tradicional
- Deficiencia en la educación financiera
- Poca o nula existencia de incentivos adicionales

5. Existen planes o incentivos para la micro, pequeña y mediana empresa que desee incursionar en el segundo mercado de valores.

No, en este momento como funcionario de la BVC especializado en emisiones no conozco de ningún incentivo, para que una pyme realice una emisión tiene que hablar con una banca de inversión y con un asesor legal que le ayude a estructurar la emisión.

6. ¿Por qué las pymes prefieren financiar sus necesidades de inversión con crédito tradicional en lugar de recurrir al mercado de valores, aun sabiendo que este último es mucho más rentable?

El segundo mercado es un mercado como ya lo había mencionado anteriormente enfocado a profesionales especializados, una pyme supongamos de las mas grandes que tenga 100 trabajadores, normalmente obtiene un crédito de una manera mas fácil, que obteniendo recursos a través de las emisiones esto debido a lo que mencione de gobierno corporativo y de tramites que como tal las pymes no están interesadas en modificar, igualmente actualmente existe un programa liderado por la BVC llamado “Colombia capital”, este es un programa de acompañamiento para empresas que cuentan con un tamaño en las cuales se capacitan con todos los temas regulatorios y de procedimientos para acceder al mercado de valores, posterior a este acompañamiento cuando una empresa se capacita y alcanza cierta madurez esta misma puede considerar una emisión en el mercado de valores ya sea de deuda o de capital.

7. ¿Con la modificación del decreto 2555 de 2010, se ha logrado una participación más activa de nuevos emisores dentro del mercado de valores?

8. ¿De qué manera podrían aportar las experiencias internacionales de los mercados alternativos en la consolidación del Segundo Mercado en Colombia?

Es importante definir que una cosa es un mercado alternativo y otra es el segundo mercado; en todos los mercados existe un segundo mercado diseñado para

inversionistas profesionales, en Londres (ma) posee una estructura totalmente distinta a la de un mercado tradicional en el sentido en el que hay unos beneficios para los inversionistas y de esta manera poniéndolo como ejemplo es una luz, es algo que se podría dar en Colombia pero que en este momento no se está contemplando porque hay un problema del mercado local frente al internacional y es el número de emisores, de qué manera nosotros vamos a buscar traer emisores al mercado colombiano.

9. Si bien la reforma regulatoria constituye un avance representativo para el desarrollo financiero, ¿Cuáles podrían ser considerados como retos en este nuevo esquema de Segundo Mercado?

Definitivamente y así el segundo mercado regulatoriamente se encuentre enfocado para que un mayor número de empresas puedan acceder al mercado de capitales, esto en la realidad no se da ya que generalmente los emisores del segundo mercado son empresas consolidadas y que adicional a esto cuentan con inversores especializados y específicos; ya como retos en la emisión de bonos hay unos costos de suscripción los cuales para una pyme pueden ser muy elevados, ya que una pyme puede vender 5000 o 10000 millones al año y si hay un gran costo para realizar esa primera emisión, y a lo mejor las pequeñas empresas muchas veces buscan un capital bajo y definitivamente el acceso al segundo mercado de valores debe estar pensado desde la obtención de recursos a gran escala. Queda pensar en mercados alternativos ya que la regulación si es bastante exigente en cuanto a la calidad de los inversores.

ENTREVISTA 2

ENTREVISTA REALIZADA A: ANGÉLICA GONZÁLEZ PEÑA

VICEPRESIDENTA DE ACOPI BOGOTÁ CUNDINAMARCA

FECHA: 10 DE JUNIO DE 2.016

SEGUNDO MERCADO EN COLOMBIA

¿Qué sabe, conoce o ha escuchado acerca del segundo mercado de valores en Colombia?

Es un sistema de financiación alternativo que se inicia en el año 1995 con el objeto de reducir los costos de financiación a las PYMES. La normatividad ha variado pero aún no hay impacto y se desconoce su uso.

¿Cree usted que la productividad de la micro, pequeña y mediana empresa puede impulsarse mediante el financiamiento a través del segundo mercado de valores?

Claro, sería muy importante para el desarrollo de las empresas, que enfrentan altísimos costos financieros.

¿De qué manera la organización gremial promueve alternativas de financiación viables para las pymes?

Realiza acercamientos con entidades bancarias.

ACOPI fue fundador del Banco Popular del cual no es socio hoy, es socio del FOGAFIN. El nivel de conocimiento de sus agremiados y su personal aun no es lo suficientemente fuerte para ofrecer este tipo de sistemas, aunque puede ser un gran dinamizador de las entidades gremiales.

¿Por qué las pymes siguen recurriendo a créditos tradicionales pese a nuevas alternativas de financiamiento que resultan más rentables?

No ha sido muy utilizado hasta hoy, por (i) Falta de difusión, conocimiento, y entendimiento (ii) Complejidad del sistema regulatorio colombiano (iii) Tamaño de las

PYMES (iv) Estructura de propiedad de la PYME colombiana (iv) Informalidad en los sistemas de información de las empresas (v) Miedo.

¿Cuáles considera podrían ser las ventajas y/o desventajas que podría representar la incursión en el Segundo Mercado de valores para la micro, pequeña y mediana empresa?

La micro está lejos de poder acceder a este tipo de mercado a no ser de crear un súper incentivo tributario para los inversores.

La pequeña y la mediana pueden obtener capital o fuentes de financiación más baratas. Puede promoverse a través de dicho mercado. Por el otro lado su nivel de formalización es más exigente y sus costos de operación se incrementarán.

¿Cuáles serían los mayores obstáculos que tendrían que afrontar las pymes para lograr incursionar en el segundo mercado de valores?

En esencia la informalidad de la mayoría de las empresas aunado con los costos iniciales que deben afrontar las pymes para la inscripción y emisión de títulos.

¿Podría considerarse que una de las mayores dificultades que enfrentan las pymes para incorporarse al mercado de valores a través del Segundo Mercado es la información que están dispuestas a suministrar?

Es cierto, pero hoy con la obligatoriedad de reportar la contabilidad bajo las NIIF esto es relativo. Por otro lado las empresas deben reportar a la DIAN, a la SUPERSOCIEDADES, la Cámara de Comercio y a los bancos permanentemente.

¿Conoce de planes o incentivos por parte del gobierno para la incursión de las pymes en el segundo mercado de valores?

Realmente no los hay o podrían considerarse poco difundidos.

¿Qué consideran las pymes como organización gremial que le hace falta al sistema financiero para ser impulsadas a través del Segundo Mercado?

Sería muy bueno desarrollarlo independientemente de la BVC. Esto porque el enfoque de la Bolsa ha sido equivocado y esto se demuestra con la cantidad de empresas que se han ido deslistado de la misma.

Para profundizar este mercado se deberían realizar incentivos tributarios como deducibilidad de las inversiones en empresas PYMES que se desarrollen dentro de este mercado.